



Raport rynkowy
nr 2/2023

Poznań, listopad 2023 r.

Spis treści

1. Streszczenie.....	3
2. Uwarunkowania makroekonomiczne	8
3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym	14
4. Analiza portfeli papierów komercyjnych w posiadaniu banków spółdzielczych	28
1) Sytuacja na rynku komercyjnych dłużnych papierów wartościowych	28
2) Zaangażowanie banków spółdzielczych, Uczestników Systemu Ochrony SGB, w instrumenty dłużne – dane zagregowane.....	42
5. Porównanie efektywności wybranych do analizy obszarów inwestycyjnych dostępnych na rynku	45
1) Rynek obligacji i rynek akcji.....	45
2) Rynek funduszy inwestycyjnych	48

1. Streszczenie

Raport rynkowy, opracowany przez Departament Monitorowania Ryzyka i Restrukturyzacji IPS-SGB, zawiera omówienie w syntetycznej formie sytuacji na rynkach finansowych w drugiej połowie 2023 r. Przybliża on w szczególności wpływ uwarunkowań makroekonomicznych w kraju i na świecie na rynki papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych oraz papierów komercyjnych, a także akcji i funduszy inwestycyjnych.

Przeprowadzona analiza pozwala stwierdzić, że aktywność gospodarcza wciąż jest słabsza, niż przed wybuchem pandemii COVID-19, zwłaszcza w krajach rynków wschodzących i w państwach rozwijających się. Przyspieszenie tempa wzrostu globalnego PKB powstrzymują utrzymujące się negatywne następstwa pandemii dla światowej gospodarki, przedłużająca się wojna w Ukrainie, a także narastająca fragmentacja gospodarcza i polityczna. Na ograniczenie dynamiki PKB oddziałują też dokonane w reakcji na rosnącą inflację zacieśnienie polityki pieniężnej przez banki centralne, wycofanie pandemicznych programów wsparcia fiskalnego, a także dokonująca się zmiana klimatyczna.

W Polsce koniunktura gospodarcza pozostaje słaba, choć można dostrzec pierwsze symptomy poprawy. Z wolna poprawia się skłonność do dokonywania tzw. ważnych zakupów, co jest pozytywnym prognostykiem dla konsumpcji i sprzedaży detalicznej, które będą też wspierane przez rosnące przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw i poprawę dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych. Poprawia się dynamika produkcji sprzedanej przemysłu. We wrześniu wzrosła ona po wyeliminowaniu wpływu sezonowości i był to drugi wzrost z rzędu w skali miesiąca po odsezonowaniu.

Aktywności gospodarczej w Polsce ciąży osłabienie koniunktury w sektorze budowlanym, ze szczególnym uwzględnieniem budownictwa mieszkaniowego. Sytuacja w tym zakresie ulega jednak stopniowej poprawie. Aktywność w budownictwie mieszkaniowym polepsza stopniowy wzrost aktywności klientów na rynku kredytów mieszkaniowych. Do wzrostu zainteresowania kredytem przyczyniło się zarówno obniżenie przez UKNF bufora na zmianę stopy procentowej w ocenie zdolności kredytowej klientów, jak i uruchomiony od lipca 2023 r. program „Pierwsze Mieszkanie”. Na adekwatną odpowiedź po stronie podażowej trzeba będzie jednak jeszcze poczekać.

Nastroje poprawia również stopniowo malejąca presja inflacyjna. Od marca br. zaobserwowano stopniowe ograniczenie wskaźnika CPI. We wrześniu 2023 r. wzrost cen konsumpcyjnych w skali roku, po raz pierwszy od lutego 2022 r., był jednocyfrowy. Dalszy przebieg procesów dezinflacyjnych jest obciążony niepewnością.

Polska gospodarka przechodzi przez punkt zwrotny, a kolejne kwartały powinny przynieść przyspieszenie dynamiki PKB. Można dostrzec symptomy wygasania dekonjunktury w konsumpcji prywatnej, a zapowiedziane przez rząd i podtrzymane przez opozycję, która po wyborach parlamentarnych utworzy rządzącą większość, zwiększenie transferów fiskalnych dodatkowo wesprze aktywność zakupową konsumentów. Poprawę konjunktury będzie też stymulować w krótkim okresie sytuacja na rynku pracy (stabilna stopa bezrobocia rejestrowanego, wysoka dynamika płac nominalnych), choć długoterminowe perspektywy rynku pracy nie są jednoznacznie pozytywne (starzenie się społeczeństwa, spadek liczby osób aktywnych zawodowo, odpływ uchodźców z Ukrainy do krajów Europy Zachodniej). Zwiększone wydatki powinny wywołać odbudowę popytu i zamówień w przedsiębiorstwach, a to przełoży się na odwrócenie cyklu zapasów.

Czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego jest dalszy przebieg procesów dezinflacyjnych. W warunkach utrzymywania ujemnej realnej stopy procentowej wskutek rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej oraz zwiększania ekspansywności polityki fiskalnej, skutkującej zwiększeniem nierównowagi finansów publicznych i wzrostem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, obniżenie inflacji nie będzie szybkie. Co więcej, ewentualna rezygnacja z części programów osłonowych (powrót stawek VAT na żywność i dostosowanie regulowanych cen energii) oraz wzrost cen paliw mogą doprowadzić do przejściowego wzrostu wskaźnika CPI w 2024 r. Cel inflacyjny NBP może więc zostać osiągnięty dopiero w perspektywie średniookresowej, nawet po 2025 r.

Na dynamikę PKB negatywnie wpłynie również obniżenie aktywności inwestycyjnej i jej dalsza koncentracja w dużych przedsiębiorstwach. Ograniczająco na inwestycje w Polsce oddziaływać będzie wstrzymywanie wypłat środków w ramach Funduszu Odbudowy i Zwiększania Odporności UE oraz wejście w okres rozliczania starej perspektywy finansowej UE. Inwestycje może natomiast wspierać dokonująca się transformacja energetyczna oraz wciąż wysoka konkurencyjność eksportu, wspierająca rozwój w tym segmencie gospodarki.

Głównym zewnętrznym czynnikiem ryzyka dla prognoz jest eskalacja wojny Rosji z Ukrainą i rosnąca niepewność geopolityczna, związana z sytuacją na Bliskim Wschodzie. Może się ona przełożyć na odbicie cen surowców energetycznych i żywności, podobnie jak zerwanie przez Rosję umowy zezwalającej na eksport ukraińskich zbóż przez Morze Czarne.

Niemal wszystkie władze monetarne największych gospodarczo krajów świata znacząco zacieśniły politykę pieniężną. W bieżącym cyklu podwyżek, Federalny Komitet Otwartego Rynku podniósł stopę funduszy federalnych łącznie o 5,25 p.p. Do ostatniej podwyżki doszło w lipcu, gdy docelowy przedział stopy funduszy federalnych określono na 5,0–5,50%. Komitet

wskazał wówczas, że będzie monitorować wpływ bieżących wydarzeń na perspektywy makroekonomiczne. Na rynku zinterpretowano to jako zakończenie bieżącego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.

Rada Prezesów EBC rozpoczęła proces zacieśniania polityki pieniężnej w lipcu 2022 r., poprzedzając go kilkutygodniową komunikacją z rynkiem, zapowiadającą zmianę warunków finansowania w strefie euro. Na posiedzeniach w czerwcu, lipcu i we wrześniu Rada Prezesów EBC podwyższała podstawowe stopy procentowe w strefie euro. Podstawowa stopa operacji refinansujących wynosi od 20 września br. 4,5%. Na posiedzeniach we wrześniu i październiku Rada Prezesów uznała, że podstawowe stopy procentowe EBC znalazły się na poziomach, które – przy utrzymaniu ich przez wystarczająco długi okres – istotnie się przyczynią do szybkiego powrotu inflacji do docelowego poziomu.

Rada Polityki Pieniężnej ostatni raz zdecydowała o podwyżce podstawowych stóp procentowych NBP o 25 p.b. na wrześniowym posiedzeniu w 2022 r. Rok później, na posiedzeniu w dniach 5–6 września 2023 r., Rada zdecydowała o obniżeniu stóp procentowych NBP o 0,75 p.p. Na posiedzeniu w październiku Rada obniżyła podstawowe stopy procentowe NBP o 25 p.b. Stopa referencyjna spadła do 5,75%. W listopadzie utrzymano ją bez zmian.

Decyzja o rozpoczęciu cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce doprowadziła do znaczącego osłabienia się polskiego złotego wobec głównych walut. Październik przyniósł jednak pewne umocnienie polskiej waluty, ponieważ oczekiwania rynkowe na obniżkę stopy referencyjnej o 50 p.b. w tym miesiącu nie zostały skonsumowane, a wynik wyborów parlamentarnych dał asumpt do spekulacji o szybkim odblokowaniu środków z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO). W listopadzie również doszło do umocnienia złotego wskutek wstrzymania cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez Radę Polityki Pieniężnej.

Zapowiadane złagodzenie polityki fiskalnej wraz z ewentualną kontynuacją cyklu obniżek stóp procentowych będzie jednak oddziaływać w kierunku deprecjacji złotego. Dokonane już złagodzenie polityki pieniężnej w warunkach braku tak znaczących zmian w nastawieniu tej polityki w pozostałych krajach Europy Środkowej i Wschodniej zmniejszy atrakcyjność wykorzystania złotego w transakcjach *carry trade*.

Splot czynników zewnętrznych jest równie niekorzystny dla złotego. Deklaracje władz monetarnych głównych banków centralnych o utrzymywaniu stóp referencyjnych na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas, z pozostawieniem furtki do dalszych podwyżek w razie potrzeby, będą osłabiać złotego. Natomiast niepewność geopolityczna, związana

z wojną Rosji z Ukrainą, a także atakiem Hamasu na terytorium Izraela, może sprzyjać ograniczeniu apetytu na ryzyko, przejściu w tryb *risk-off* i odpływowi kapitału do tzw. bezpiecznych przystani. Wyższą niepewność wspiera też wzrost cen ropy, a to, poprzez intensyfikację procesów inflacyjnych w kraju, może również hamować aprecjację złotego.

Przedstawione czynniki oddziałują również na rynek długu. Inwestorzy uznali, że wrześniowa obniżka podstawowych stóp procentowych NBP jest początkiem dłuższego cyklu i zaczęli wyceniać kolejne redukcje stóp. Następne tygodnie przyniosły odreagowanie. Sytuację zmieniły przede wszystkim wyniki wyborów parlamentarnych, które otworzyły drogę do uformowania koalicji partii dotychczas pozostających w opozycji. Na rynku oceniono, że zmniejsza to szanse dalszego wstrzymywania transferów środków unijnych do Polski.

Na notowania obligacji o dłuższych terminach zapadalności oddziałują jednak także inne czynniki, w tym wzmożone potrzeby pożyczkowe budżetu. W ujęciu netto w 2024 r. kształtują się one na poziomie 225,4 mld zł. Wyższe potrzeby pożyczkowe budżetu państwa wiążą się z rekordowym deficytem budżetowym, sięgającym 164,8 mld zł w 2024 r. wobec 92 mld zł w 2023 r. Oznacza to wzrost udziału deficytu sektora finansów publicznych do PKB w 2024 r. do ok. 4,5%. Jest to czynnik znacząco obciążający wycenę długoterminowych obligacji skarbowych, prowadzący docelowo do wystramiania krzywej dochodowości.

Na rynek polskiego długu negatywny wpływ mogą też wywrzeć zmiany legislacyjne i przedłużenie okresu obowiązywania tzw. „wakacji kredytowych”. Może to ograniczyć skłonność banków do rolowania zapadającego długu państwowego, co z kolei mogłoby przejściowo wywołać nierównowagę popytowo-podażową na rynku pierwotnym i podnieść zmienność rentowności polskich obligacji skarbowych na rynku wtórnym.

Warunkiem ograniczenia zmienności rentowności polskich skarbowych papierów wartościowych jest stopniowe zbieganie inflacji do celu inflacyjnego NBP, zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami. Brak realizacji tego scenariusza, dla którego główne zagrożenie stanowi uporczywość inflacji bazowej i odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, może jednak doprowadzić do przejściowych, aczkolwiek znacznych zmian wycen aktywów na rynku finansowym. Na wzrost amplitudy tych wahań może dodatkowo wpłynąć adaptacyjny sposób formowania średniookresowych oczekiwań inflacyjnych, co w warunkach niewystarczającej przejrzystości komunikacji ze strony władz monetarnych utrudni szybką redukcję inflacji.

W porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła znacząco, o około 9,8 mld zł tj. o 20,6%. Wolumen korporacyjnych obligacji złotych powiększył się o 5,7 mld zł, o 545,4 mln euro przyrósł dług przedsiębiorstw nominowany w euro, a o 1,6 mld zł zwiększył się rynek obligacji komunalnych. Liczba emitentów zmalała o dwóch, ale liczba uplasowanych serii obligacji wzrosła o 48 (przyrost o 10,5%).

Na rynku wtórnym obligacji przedsiębiorstw pomiędzy 1 kwietnia, a 1 października 2023 r. zawarto o ponad 3,6 tys. transakcji więcej niż w poprzednim półroczu, jednak ich wolumen był nieco niższy od odnotowanego w poprzednich 6 miesiącach, zamykając się kwotą ponad 950 mln zł. Preferencje inwestorów co do wyboru kupowanych na wtórnym rynku papierów nie uległy w tym czasie istotnej zmianie. Największą popularnością nadal cieszą się papiery dłużne dużych państwowych spółek takich jak PKO, PZU, Pekao, Alior Bank, Enea, czy KGHM.

W okresie od kwietnia do września 2023 r. najważniejsze globalne indeksy giełdowe podzieliły się na dwie grupy: europejskie (FTSE100, DAX i CAC40) zakończyły badane sześć miesięcy na niewielkim minusie, pozostając w określonym przez analityków tzw. „trendzie bocznym” – różnica względna pomiędzy wartością maksymalną a minimalną w żadnym z wymienionych przypadków nie przekroczyła w tym okresie 10,0%. Natomiast indeksy amerykański i japoński do lipca włącznie notowały silne wzrosty, o procentowym wymiarze dwucyfrowym, licząc od najniższych kursów odnotowanych w pierwszym miesiącu badanego sześciomiesięcznego okresu. W ostatnich dwóch miesiącach weszły one w fazę korekty, jednak jej skala do końca września nie zniosła całej fali wzrostowej, co pozwoliło zakończyć im cały sześciomiesięczny okres na plusach – w dwóch przypadkach (Nasdaq, Nikkei) zyski wyniosły ponad dziesięć procent.

Indeks WIG20 był tym razem silniej skorelowany z zachowaniem indeksów spoza Europy – jego zachowanie odzwierciedlała superpozycja indeksów Nikkei oraz S&P. Minimum 1 745 osiągnął on w tym samym dniu co Nikkei tj. 6 kwietnia, natomiast maksimum, wynoszące 2 194, jednocześnie z S&P (31 lipca). Tym samym odnotował na tle wszystkich w/w najdłuższy okres wzrostowy. Półrocze zakończył na niemal ośmioprocentowym plusie wobec początku kwietnia.

W okresie ostatnich miesięcy SGB Dłużny SFIO odnotował pozytywne wyniki – średnio- i krótkoterminowe (do 12 miesięcy) stopy zwrotu były dodatnie, a ich wymiar plasował fundusz powyżej przeciętnej wyników, osiąganych przez obecne na rynku fundusze o porównywalnych strategiach inwestycyjnych.

2. Uwarunkowania makroekonomiczne

Z cyklicznego przeglądu Międzynarodowego Funduszu Walutowego, dotyczącego sytuacji makroekonomicznej na świecie, wynika, że odbudowa gospodarki po pandemii COVID-19 i wojnie Rosji z Ukrainą jest powolna i niepewna. Aktywność gospodarcza jest wciąż słabsza, niż przed wybuchem pandemii, zwłaszcza w krajach rynków wschodzących i w państwach rozwijających się. Przyspieszenie tempa wzrostu globalnego PKB powstrzymują negatywne następstwa pandemii dla światowej gospodarki, przedłużająca się wojna w Ukrainie, a także narastająca fragmentacja gospodarcza i polityczna. Na ograniczenie dynamiki PKB oddziałują też dokonane w reakcji na inflację zacieśnienie polityki pieniężnej przez banki centralne, wycofanie pandemicznych programów wsparcia fiskalnego, a także zmiany klimatyczne.

MFW ocenił, że tempo wzrostu światowego PKB wyniesie 3,0% w 2023 r. i 2,9% w 2024 r. W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB ma wynieść 2,1% w 2023 r. i 1,5% w 2024 r., a w strefie euro odpowiednio 0,7% i 1,2%. W długim okresie tempo zmian światowego PKB ma wynieść tylko nieco ponad 3,0%, co jest słabszym wzrostem od dotychczasowej średniej długookresowej. Przeciętny wzrost cen na świecie ma za to wynieść 6,9% w 2023 r. i 5,8% w 2024 r. W większości krajów inflacja powróci do celów inflacyjnych dopiero w 2025 r.

Analitycy Funduszu zaznaczyli, że ryzyko tzw. twardego lądowania światowej gospodarki osłabło, jednak bilans ryzyka pozostaje negatywny. Do głównych czynników ryzyka zaliczono rozprzestrzeniający się kryzys na rynku nieruchomości w Chinach, wpływający negatywnie na koniunkturę w całej chińskiej gospodarce, a także zmianę, jaka dokonała się w formowaniu oczekiwań inflacyjnych (szerzej omówiono ten temat w kolejnym rozdziale). Jej skutkiem może być trwałe odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. W październikowym przeglądzie, dotyczącym stabilności finansowej na świecie, MFW wskazał ponadto, że łagodne przejście przez fazę spowolnienia gospodarczego utrudnia odwrócenie cyklu kredytowego, związane z pogorszeniem zdolności kredytobiorców do spłaty zadłużenia wskutek wyczerpywania się ich oszczędności, a także ograniczeniem akcji kredytowej banków.

Dodatkowo, czynnikami o niskim prawdopodobieństwie realizacji, ale znacznym zasięgu oddziaływania w razie wystąpienia, są szoki geopolityczne i te wynikające ze zmian klimatu, które docelowo zwiększą zmienność cen na rynkach żywności i surowców. Zmienność może być dodatkowo intensyfikowana wskutek zasygnalizowanej już zwiększonej fragmentacji gospodarczej i geopolitycznej, ograniczającej swobodę handlu oraz przepływu dóbr.

Podobny punkt widzenia przedstawiła Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, według której wzrost gospodarczy na świecie w pierwszej połowie 2023 r. był solidny, ale jego perspektywy na kolejne miesiące są niekorzystne. We wrześniowym przeglądzie sytuacji makroekonomicznej na świecie analitycy Organizacji wskazali, że coraz silniej odczuwalne są skutki dokonanego już zacieśnienia polityki pieniężnej przez banki centralne, wyrazili też obawy o wolniejsze od oczekiwań tempo odbudowy aktywności gospodarczej w Chinach. Według prognoz Organizacji, tempo wzrostu światowego PKB wyniesie 3,0% w 2023 r. i 2,7% w 2024 r. W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB ma wynieść 2,2% w 2023 r. i 1,3% w 2024 r., a w strefie euro odpowiednio 0,6% i 1,1%.

W Polsce koniunktura gospodarcza pozostaje słaba, choć można dostrzec pierwsze symptomy poprawy. W II kwartale 2023 r. PKB zmalał o 0,6% r/r, a odczyt ten był gorszy w porównaniu z I kwartałem br. Głównym filarem wzrostu gospodarczego w Polsce pozostał handel zagraniczny, choć jego znaczenie nieco osłabło w odniesieniu do pierwszych trzech miesięcy 2023 r. Połączony wpływ eksportu netto oraz inwestycji na PKB w znacznej części zniwelował silnie negatywne oddziaływanie na ten wzrost zmiany stanu zapasów i spożycia prywatnego.

Obserwowana redukcja stanu zapasów, hamująca dynamikę PKB, wynika z dostosowywania się przedsiębiorstw do obniżonego popytu i ograniczania aktywności zakupowej. Pozytywnym zaskoczeniem jest za to wysoki wzrost inwestycji, obserwowany głównie w energetyce. Z badań NBP wynika jednak, że utrzymanie tego wzrostu może być trudne. Przedsiębiorstwa koncentrują się bowiem głównie na zwiększaniu nakładów na projekty charakteryzujące się krótkim cyklem realizacji, niska jest za to kontrybucja do wzrostu inwestycji długoterminowych.

Przedstawione dane wskazują również na osłabienie spożycia prywatnego. Wydaje się jednak, że konsumpcyjny dołek został już osiągnięty. Według GUS sprzedaż detaliczna w cenach stałych we wrześniu 2023 r., była niższa już tylko o 0,3% r/r i o 0,3% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż wzrosła o 2,2% m/m. Z badań ankietowych GUS wynika, że poprawia się skłonność do dokonywania tzw. ważnych zakupów, co jest pozytywnym prognostykiem dla konsumpcji i sprzedaży detalicznej, które będą też wspierane rosnące przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw i poprawę dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych.

Jak wspomniano, dynamikę PKB wspiera nadwyżka w obrotach towarowych handlu zagranicznego. Polski przemysł korzysta z popytu zagranicznego, przede wszystkim na wyroby przemysłu motoryzacyjnego. Obroty towarowe handlu zagranicznego w okresie od stycznia do

sierpnia 2023 r. według GUS wyniosły w cenach bieżących 1 070,5 mld zł w eksporcie oraz 1 029,4 mld zł w imporcie. Dodatkowo saldo osiągnęło 41,1 mld zł. Eksport wzrósł o 3,2% r/r, za to import spadł o 6,2% r/r. Natomiast według NBP w samym sierpniu 2023 r. nadwyżka eksportu nad importem wyniosła 2,2 mld zł, głównie w wyniku dużego zmniejszenia ujemnego salda w kategoriach obejmujących paliwa, towary zaopatrzeniowe i dobra inwestycyjne. Sierpień był trzecim kolejnym miesiącem spadku cen eksportu i piątym spadku cen importu. Koniunktura w handlu zagranicznym zaczyna więc słabnąć.

Mimo oznak poprawy, ogólny klimat koniunktury w polskim przemyśle jest wciąż niesprzyjający. Mniej niż 10,0% przedsiębiorstw sygnalizuje poprawę koniunktury, a jej pogorszenie w badaniach ankietowych GUS wskazuje ponad 20,0%. Najgorzej oceniany jest bieżący stan portfela zamówień krajowych i zagranicznych, co wskazuje na negatywny wpływ słabnącego popytu na sytuację przedsiębiorstw. W ostatnich miesiącach widoczne jest pogorszenie prognoz dotyczących portfela zamówień. Przedsiębiorstwa ograniczają produkcję oraz zapasy magazynowe, a także wskazują na rosnące opóźnienia płatności za sprzedane produkty. Obserwuje się spadek liczby nowych zamówień, zwłaszcza z rynku niemieckiego, raportowany przez menedżerów logistyki w przedsiębiorstwach działających w Polsce w badaniach ankietowych. Zamówienia podtrzymuje zagraniczne zapotrzebowanie na wyroby w produkcji pojazdów samochodowych, przyczep i naczep.

Produkcja sprzedana przemysłu w I kwartale 2023 r. obniżyła się o 0,6% r/r, w II kwartale – o 2,7% r/r, a w III kwartale – o 2,4% r/r. Niższa niż w okresie styczeń–wrzesień 2022 r. była produkcja we wszystkich sekcjach przemysłu, w tym w przetwórstwie przemysłowym, tj. głównej sekcji przemysłu, gdzie spadek wyniósł 1,0% r/r. Jednak już we wrześniu wzrosła ona o 8,4% m/m, a po wyeliminowaniu wpływu sezonowości – o 0,9% m/m (drugi wzrost z rzędu w skali miesiąca po odsezonowaniu). W porównaniu z sierpniem, wzrost produkcji sprzedanej (w cenach stałych) we wrześniu odnotowano w 28 (spośród 34) działach przemysłu, największy w produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (o 29,8%), a także pojazdów samochodowych, przyczep i naczep (o 28,8%).

Aktywności gospodarczej w Polsce ciąży osłabienie koniunktury w sektorze budowlanym, ze szczególnym uwzględnieniem budownictwa mieszkaniowego. Sytuacja w tym zakresie ulega jednak stopniowej poprawie. Produkcja budowlano-montażowa, zrealizowana w okresie trzech kwartałów 2023 r., była o 2,3% wyższa niż rok wcześniej (wobec wzrostu o 3,8% w pierwszym półroczu br. oraz o 8,9% w okresie styczeń–wrzesień 2022 r.). Natomiast już we wrześniu 2023 r. produkcja ta okazała się wyższa o 11,5% r/r i o 11,4% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości odnotowano wzrost o 3,7% m/m i o 15,2% r/r. W stosunku do

sierpnia 2023 r. uwagę zwraca silne odbicie produkcji jednostek zajmujących się wznoszeniem budynków.

Sytuację w budownictwie mieszkaniowym polepsza stopniowy wzrost aktywności klientów na rynku kredytów mieszkaniowych. Jak wynika z danych Biura Informacji Kredytowej, we wrześniu 2023 r. o kredyt mieszkaniowy zawnioskowało łącznie 36,6 tys. klientów w porównaniu do 13,6 tys. rok wcześniej (wzrost o 169,5%). Średnia wartość wnioskowanego kredytu mieszkaniowego wyniosła 417,4 tys. zł i była wyższa o 23,6% r/r i o 1,7% m/m. Do wzrostu zainteresowania kredytem przyczyniło się zarówno obniżenie przez UKNF bufora na zmianę stopy procentowej w ocenie zdolności kredytowej klientów, jak i uruchomiony od lipca 2023 r. program „Pierwsze Mieszkanie”. Od lipca 2023 r. do października 2023 r. w ramach tego programu złożono 67,8 tys. wniosków kredytowych i zawarto 20,9 tys. umów. Średnia kwota kredytu to 397,3 tys. zł.

Na adekwatną odpowiedź po stronie podażowej trzeba będzie jeszcze poczekać. W budownictwie mieszkaniowym od stycznia do września 2023 r. oddano do użytkowania 161,3 tys. mieszkań, i było to o 3,4% r/r mniej. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 97,2 tys. mieszkań – o 2,4% r/r mniej, natomiast inwestorzy indywidualni – 61,0 tys. mieszkań, tj. o 6,5% r/r mniej. Deweloperzy rozpoczęli budowę 80,2 tys. mieszkań (o 14,5% r/r mniej), a inwestorzy indywidualni 55,5 tys. (o 19,0% r/r mniej). Pozwolenia deweloperów na budowę mieszkań (114,8 tys.) spadły o 29,0% r/r, a inwestorów indywidualnych (54,3 tys.) – o 24,8% r/r. Dynamika pozwoleń wydanych głównym grupom podmiotów stopniowo się poprawia, co sygnalizuje powolne ożywienie na rynku.

Nastroje w gospodarce poprawia również stopniowo malejąca presja inflacyjna. Od marca 2023 r. zaobserwowano stopniowe spowolnienie tempa wzrostu cen. W efekcie, we wrześniu wzrost cen konsumpcyjnych w skali roku, po raz pierwszy od lutego 2022 r., był jednocyfrowy. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych we wrześniu 2023 r. wzrosły o 8,2% r/r i spadły o 0,4% m/m. Inflacja bazowa wyniosła 8,4% r/r i -0,1% m/m. Wstępny odczyt wskaźnika CPI w październiku br. wyniósł już tylko 6,5% r/r i 0,2% m/m.

Dalszy przebieg procesów dezinflacyjnych jest obarczony niepewnością. Jedną z prawdopodobnych przyczyn jego wyhamowania będzie osłabienie oddziaływania efektu niskich cen żywności. Ceny podstawowych produktów rolnych we wrześniu 2023 r. spadły w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku o 18,2%, ale w porównaniu z sierpniem były wyższe o 0,3%, i był to pierwszy wzrost od końca 2022 r. Ceny żywności mogą więc w kolejnych miesiącach w większym stopniu podbijać odczyt wskaźnika CPI.

Dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych jest słabsza niż dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw. We wrześniu 2023 r. przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o nieco ponad 10,0% r/r (efekt m.in. podwyżki płacy minimalnej: w lipcu 2023 r. ustawowe minimalne wynagrodzenie za pracę wzrosło do 3,6 tys. zł, tj. o 19,6% względem 2022 r.). Realny fundusz płac zanotował drugi z rzędu wzrost. Jednocześnie rynek pracy jest stabilny. Stopa bezrobocia rejestrowanego we wrześniu 2023 r. wyniosła 5,0%, a przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniło się w skali roku, spadając zarazem nieznacznie, o 0,1% m/m.

Polska gospodarka przechodzi przez punkt zwrotny, a kolejne kwartały powinny przynieść przyspieszenie dynamiki PKB. Można już dostrzec symptomy wygasania dekonunktury w konsumpcji prywatnej, a zapowiedziane przez rząd i podtrzymane przez opozycję, która po wyborach parlamentarnych utworzy większość, zwiększenie transferów fiskalnych dodatkowo wesprze aktywność zakupową konsumentów. Konsumpcję będzie też stymulować w krótkim okresie sytuacja na rynku pracy (stabilna stopa bezrobocia rejestrowanego, wysoka dynamika płac nominalnych), choć długoterminowe perspektywy rynku pracy nie są jednoznacznie pozytywne dla koniunktury gospodarczej (starzenie się społeczeństwa, spadek liczby osób aktywnych zawodowo, odpływ uchodźców z Ukrainy do krajów Europy Zachodniej). Zwiększone wydatki powinny wywołać odbudowę popytu i zamówień w przedsiębiorstwach, co to przełoży się na odwrócenie cyklu zapasów.

Czynnikiem ryzyka dla wzrostu gospodarczego jest dalszy przebieg procesów dezinflacyjnych. W warunkach utrzymywania ujemnej realnej stopy procentowej wskutek rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej przez polskie władze monetarne oraz zwiększania ekspansywności polityki fiskalnej, skutkującej zwiększeniem nierównowagi finansów publicznych i skokowym wzrostem potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, obniżenie inflacji nie będzie szybkie. Co więcej, rezygnacja z części programów osłonowych (powrót stawek VAT na żywność i dostosowanie regulowanych cen energii) oraz zakładany wzrost cen paliw, stymulowany zwyżką cen ropy na świecie, może doprowadzić do przejściowego wzrostu wskaźnika CPI w 2024 r. Cel inflacyjny NBP może więc zostać osiągnięty dopiero w perspektywie średniookresowej, nawet po 2025 r.

Na dynamikę PKB negatywnie wpłynie również obniżenie aktywności inwestycyjnej i jej dalsza koncentracja w dużych przedsiębiorstwach. Ograniczająco na inwestycje w Polsce oddziaływać będzie wstrzymanie wypłat środków w ramach Funduszu Odbudowy i Zwiększania Odporności UE oraz wejście w okres rozliczania starej perspektywy finansowej

UE. Inwestycje może za to wspierać transformacja energetyczna oraz wysoka konkurencyjność eksportu, wspierająca rozwój w tym segmencie gospodarki.

Tabela 1. Prognozy wskaźników makroekonomicznych w latach 2023–2024 (w %, stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	III kw. 2023	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024
PKB (r/r)	0,5	2,2	2,7	3,2	3,1	3,3
Konsumpcja prywatna (r/r)	-0,7	2,1	3,2	3,7	3,5	3,5
Inwestycje (r/r)	7,0	6,6	4,5	3,3	4,2	4,9
CPI (r/r)	8,2	6,3	7,1	6,7	6,4	6,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,0	5,3	5,5	5,1	5,1	5,3

Zródło: prognozy IPS-SGB.

Głównym zewnętrznym czynnikiem ryzyka dla prognoz jest eskalacja wojny Rosji z Ukrainą i rosnąca niepewność geopolityczna, związana z sytuacją na Bliskim Wschodzie, która może przełożyć się na ponowne odbicie cen żywności i surowców energetycznych. Ponadto, zerwanie przez Rosję umowy, zezwalającej na eksport ukraińskich zbóż drogą morską przez Morze Czarne, utrudniające wywóz zbóż z Ukrainy, może dodatkowo wesprzeć wzrost cen żywności.

Globalna uporczywość inflacji może wymagać dłuższego – od pierwotnie zakładanego – utrzymywania restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej na świecie. Silniejszy byłby więc negatywny wpływ tej polityki na zagregowany popyt i dynamikę globalnego PKB, jako że nie doszłoby do zapoczątkowania cyklu obniżek stóp preferencyjnych przez główne banki centralne już w 2024 r., czego obecnie oczekuje rynek. Polskie władze monetarne musiałyby dostosować prowadzoną przez siebie politykę do niekorzystnych uwarunkowań zewnętrznych. Oznaczałoby to ograniczenie skali łagodzenia polityki pieniężnej, a wygenerowany w ten sposób impuls dla wzrostu gospodarczego byłby słabszy.

3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym

Rok 2023 przyniósł w wielu krajach znaczny spadek wskaźników, mierzących zmiany cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Było to spowodowane obniżeniem cen żywności i surowców energetycznych w pierwszej połowie bieżącego roku. Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju zaznaczyła jednak we wrześniowym przeglądzie sytuacji makroekonomicznej na świecie, że mierniki inflacji bazowej nie obniżyły się równie znacząco i pozostały powyżej celów inflacyjnych, przyjętych przez banki centralne. Głównym ryzykiem jest więc utrwalenie się inflacji i utrzymywanie się podwyższonej dynamiki cen. Wymagałoby to zwiększenia skali zacieśnienia polityki pieniężnej i utrzymania jej antyinflacyjnego nastawienia przez dłuższy, niż dotąd zakładano, czas, czego konsekwencją byłoby utrzymanie wyższych kosztów finansowania dla przedsiębiorstw i klientów prywatnych wskutek wzrostu stóp rynkowych.

W październikowym przeglądzie stabilności finansowej na świecie Międzynarodowy Fundusz Walutowy zasygnalizował, że utrzymywanie się rynkowych stóp procentowych na podwyższonym poziomie sprawia, iż ryzyko gwałtownej zmiany cen aktywów finansowych nie wygasa. Głębsze od oczekiwań spowolnienie koniunktury może skłonić inwestorów do ograniczenia apetytu na ryzyko i wycofania kapitału do tzw. bezpiecznych przystani. Dodatkowo, wysokie koszty finansowania wraz z ewentualnymi przecenami na rynku nieruchomości w obliczu braku popytu mogą wywołać załamanie w budownictwie, a przez to negatywnie oddziaływać na sytuację kredytujących ten sektor banków.

Przegląd sytuacji makroekonomicznej na świecie, opublikowany na początku października przez MFW, przynosi przegląd badań nad wpływem oczekiwań inflacyjnych na poziom inflacji. Główna implikacja, płynąca z tych badań, jest następująca: poprawa komunikacji władz monetarnych z rynkiem, skutkująca spadkiem liczebności podmiotów, formułujących oczekiwania w sposób adaptacyjny (opierając się na danych przeszłych), skraca okres niezbędny do powrotu inflacji do celu po wystąpieniu szoku w gospodarce.

Badania przedstawione przez MFW wskazują na zmiany, które dokonały się w oczekiwaniach inflacyjnych po zniesieniu ograniczeń związanych z pandemią COVID-19 i wywołanym tym odbiciem stłumionego w czasie obowiązywania obostrzeń sanitarnych popytu. Mianowicie od drugiej połowy 2022 r. w coraz większym stopniu na bieżącą inflację w krajach wysoko rozwiniętych wpływają krótkoterminowe oczekiwania inflacyjne. W krajach rynków wschodzących i rozwijających się wpływ oczekiwań krótko- i długoterminowych jest bardziej do siebie zbliżony, jednak istotne jest to, że znaczenie obu tych typów oczekiwań dla kształtowania się inflacji znacznie wzrosło. Dla władz monetarnych jest to istotna zmiana.

Jeżeli bowiem wśród formułujących oczekiwania dominują podmioty, które opierają je na danych z przeszłości, wówczas zacieśnienie polityki pieniężnej musi być ostrzejsze, by sprowadzić inflację do celu. Ceną jest głębsze spowolnienie gospodarcze.

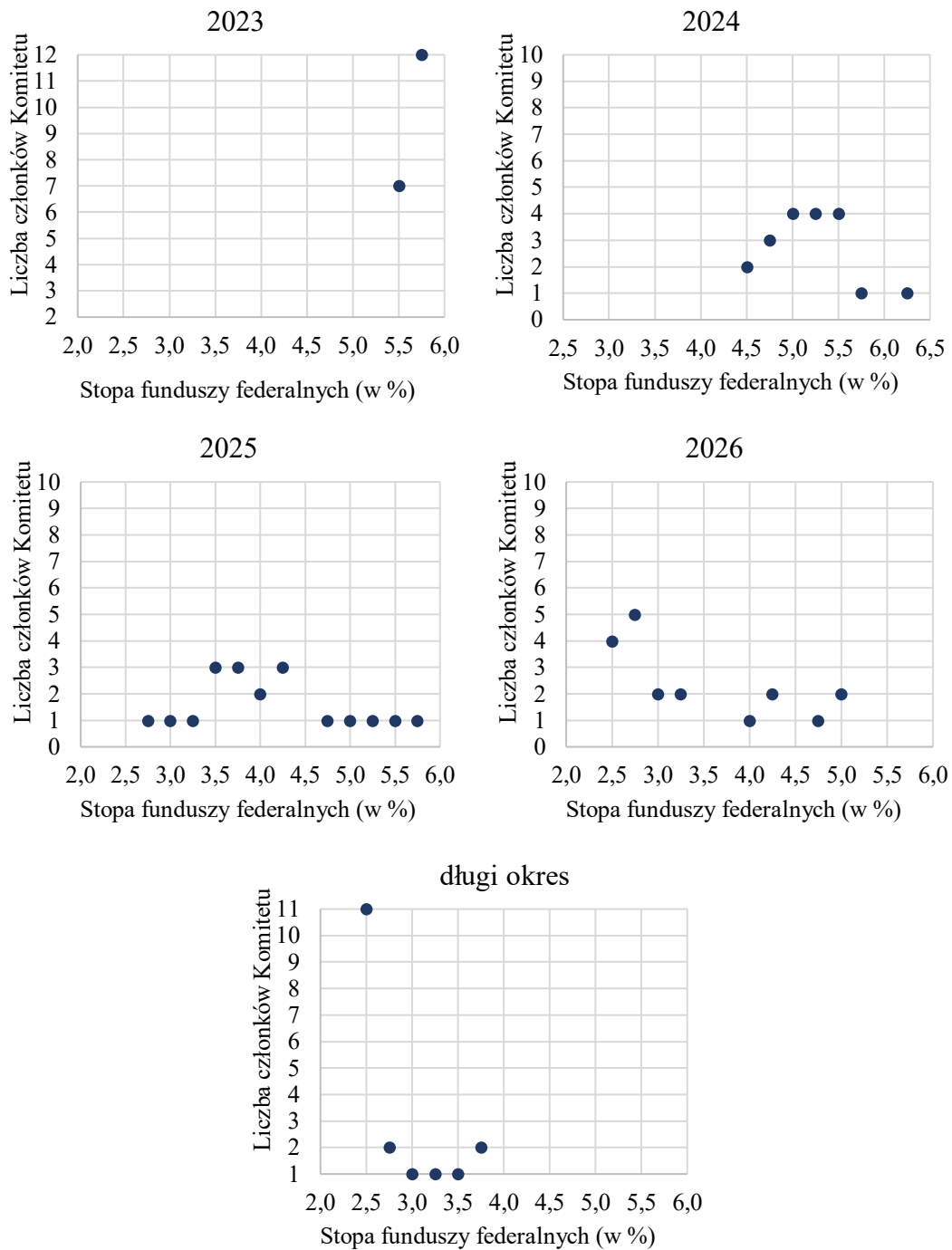
MFW podkreślił, że dla ograniczenia wskazanego ryzyka niezbędna jest poprawa sprawności polityki pieniężnej poprzez zapewnienie transparentności tej polityki i komunikacji władz monetarnych z rynkiem. Uznano to za warunek konieczny dla ponownego zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych i ograniczenia kosztów gospodarczych związanych z procesem dezinflacji.

Niemal wszystkie władze monetarne największych gospodarczo krajów świata znacząco zacieśniły politykę pieniężną w ostatnich miesiącach. W bieżącym cyklu podwyżek, Federalny Komitet Otwartego Rynku łącznie podniósł stopę funduszy federalnych o 5,25 p.p.

Na lipcowym posiedzeniu Komitetu, docelowy przedział stopy funduszy federalnych określono na 5,0–5,50%. Decyzję tę podjęto jednogłośnie. W wydanym po posiedzeniu komunikacie zabrakło sugestii na temat ewentualnych kolejnych podwyżek stopy funduszy federalnych. Komitet wskazał za to, że będzie monitorować wpływ bieżących wydarzeń na perspektywy makroekonomiczne, i jest gotowy do zmiany parametrów polityki pieniężnej, jeśli nasilą się ryzyka, opóźniające sprowadzenie inflacji do celu. Na rynku zinterpretowano to jako zakończenie bieżącego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Takie oczekiwania wsparł przewodniczący Komitetu, J. Powell, który podczas konferencji prasowej po zakończeniu posiedzenia stwierdził, że potrzeba czasu, by ocenić pełne efekty dotychczasowych podwyżek stopy funduszy federalnych na inflację. Uznał zarazem, że należy utrzymać restrykcyjną politykę pieniężną w Stanach Zjednoczonych jeszcze przez jakiś czas.

Na wrześniowym posiedzeniu Federalnego Komitetu Otwartego Rynku pozostawiono stopę funduszy federalnych bez zmian, w przedziale 5,25–5,50%. W komunikacie wydanym po posiedzeniu stwierdzono, że Komitet z uwagą śledzi ryzyka, których realizacja może doprowadzić do wzrostu inflacji. Nie wykluczono dodatkowego zacieśnienia polityki pieniężnej, uzależniając je m.in. od dalszego rozwoju sytuacji w sektorze realnym i finansowym. Podobnie było na posiedzeniu w listopadzie. Komitet pozostawił stopę funduszy federalnych bez zmian i uznał, że będzie dostosowywać decyzje do ryzyk, których materializacja może opóźnić powrót inflacji do celu. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu przewodniczący Komitetu, J. Powell, stwierdził, że proces obniżania inflacji będzie długi, a warunki finansowe – dodatkowo zaostrzane przez obserwowany wzrost rentowności obligacji.

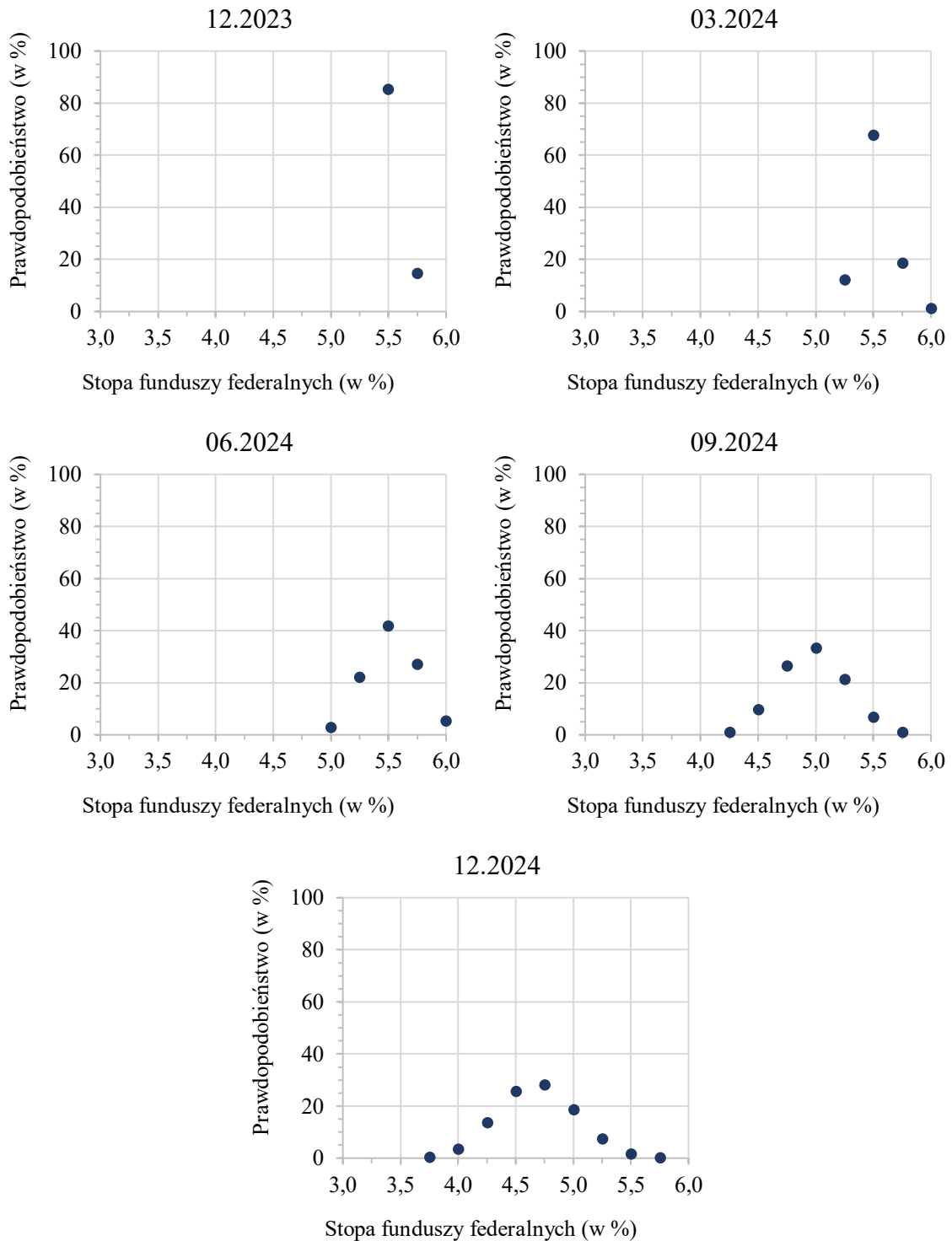
Wykres 1. Prognozy górnej granicy przedziału stopy funduszy federalnych, sformułowane przez członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku we wrześniu 2023 r.



Źródło: System Rezerwy Federalnej.

Na zacieśnienie warunków finansowania dodatkowo oddziałuje redukcja posiadanego przez System Rezerwy Federalnej portfela obligacji skarbowych i hipotecznych. Tempo tej redukcji wynosi 95 mld dolarów miesięcznie, z czego 35 mld dolarów przypada na obligacje zabezpieczone hipotecznie, a 60 mld dolarów na obligacje skarbowe.

Wykres 2. Implikowany poziom stopy funduszy federalnych na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 2 listopada 2023 r.



Źródło: CME FedWatch Tool.

Ostatnie dostępne prognozy członków Komitetu, opublikowane we wrześniu 2023 r., prezentują rozkład prognozowanych poziomów stopy funduszy federalnych. Wynika z niego, że planowany cykl zacieśnienia polityki pieniężnej został już niemal zrealizowany, a w 2023 r.

docelowy poziom tej stopy wynosi 5,50–5,75%. W kolejnych latach stopa funduszy federalnych ma być niższa i wynieść ok. 4,75–5,50% w 2024 r. i 3,25–4,25% w 2025 r. Rozrzut prognoz jest duży, co wskazuje na znaczną niepewność w kwestii nie tyle poziomu stóp, a samego nastawienia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych – jeden członek Komitetu prognozuje na 2024 r. stopę funduszy federalnych w przedziale 6,00–6,25%.

Oczekiwania inwestorów są nieco mniej restrykcyjne od zapowiedzianego przez Komitet podejścia do polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. Z wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe, notowanych na giełdzie w Chicago, z 2 listopada 2023 r., wynika, że inwestorzy oczekują na koniec br. stopy funduszy federalnych w przedziale 5,25–5,50%. Taki też poziom ma być utrzymany do maja 2024 r. Obniżki stopy funduszy federalnych są spodziewane od czerwca 2024 r., a docelowy poziom tej stopy na koniec przyszłego roku ma wynieść 4,50–5,00%. Oznacza to, że według inwestorów mimo braku formalnego zakończenia cyklu zacieśniania polityki pieniężnej, więcej podwyżek stopy funduszy federalnych w Stanach Zjednoczonych już nie będzie.

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 posiedzeniach w czerwcu, lipcu i we wrześniu Rada Prezesów EBC podwyższała podstawowe stopy procentowe w strefie euro o 25 p.b. Podstawowa stopa operacji refinansujących wynosi 4,5% od 20 września br.

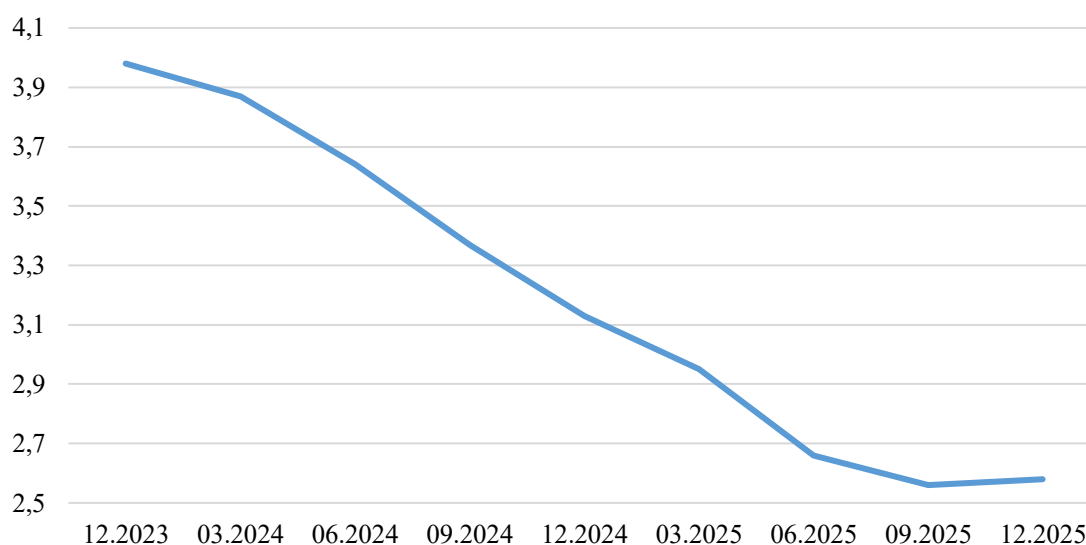
Na wrześniowym posiedzeniu Rada uznała, że choć inflacja w dalszym ciągu się obniża, to według prognoz zbyt długo będzie za wysoka. Zacieśnienie polityki pieniężnej odzwierciedla taką ocenę perspektyw inflacji. Jednocześnie Rada uznała, że wcześniejsze podwyżki stóp procentowych mocno oddziałują na gospodarkę. Warunki finansowania, które dalej się zacieśniły, coraz bardziej osłabiają popyt, a przez to istotnie przyczyniają się do sprowadzania inflacji do docelowego poziomu. Na tej podstawie Rada Prezesów EBC stwierdziła, że podstawowe stopy procentowe EBC znalazły się na poziomach, które – przy utrzymaniu ich przez wystarczająco długi okres – istotnie przyczynią się do szybkiego powrotu inflacji do docelowego poziomu. Rada Prezesów zadeklarowała zarazem utrzymanie opartego na danych podejścia do ustalania odpowiedniego stopnia i czasu trwania restrykcyjności polityki pieniężnej.

Na konferencji prasowej po wrześniowym posiedzeniu prezes EBC, Ch. Lagarde, potwierdziła, że podstawowe stopy procentowe EBC znalazły się na poziomach, które – przy utrzymaniu ich przez wystarczająco długi okres – umożliwią szybki powrót inflacji do docelowego poziomu.

Podczas październikowego posiedzeniu Rada Prezesów EBC pozostawiła podstawowe stopy procentowe w strefie euro bez zmian. Rada uznała, że napływające informacje są spójne z wcześniejszą oceną średniookresowych perspektyw inflacji. Dlatego też członkowie Rady podtrzymali prognozę, że inflacja zbyt długo będzie za wysoka, a wewnętrzna presja cenowa jest silna. Na tej podstawie Rada stwierdziła, że podstawowe stopy procentowe EBC znajdują się obecnie na poziomach, które – przy utrzymaniu ich przez wystarczająco długi okres – istotnie przyczynią się do osiągnięcia przyjętego celu inflacyjnego, wynoszącego 2,0% w średnim terminie.

Oznacza to, że cykl zacieśniania polityki pieniężnej w strefie euro został zakończony. Takie są też oczekiwania inwestorów. Na rynku wycenia się obniżkę podstawowych stóp procentowych EBC w połowie przyszłego roku. Czynnikiem ryzyka dla tej prognozy może być ponowna presja na wzrost kosztów energii i żywności wskutek niekorzystnych warunków pogodowych, a także długotrwały wzrost oczekiwań inflacyjnych.

Wykres 3. Implikowany poziom stopy EURIBOR 3M na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 9 listopada 2023 r. (w %)



Źródło: Chatham Financial.

Równolegle Rada Prezesów kontynuuje zmniejszanie portfela papierów dłużnych nabytych w ramach programu skupu aktywów (APP), ponieważ Eurosystem nie reinwestuje spłat kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych. Natomiast jeśli chodzi o specjalny program przeciwdziałania skutkom pandemii (PEPP), Rada Prezesów zamierza reinwestować spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych

w ramach tego programu co najmniej do końca 2024 r. Wygaszanie w przyszłości portfela PEPP będzie się odbywać w sposób kontrolowany, a Rada Prezesów nadal będzie stosować elastyczność, tak aby przeciwdziałać związanym z pandemią zagrożeniom dla mechanizmu transmisji polityki pieniężnej.

Inne banki centralne również podnoszą podstawowe stopy procentowe. W bieżącym cyklu podwyżek podstawowych stóp procentowych, Szwajcarski Bank Narodowy ostatnią podwyżkę stopy referencyjnej o 25 p.b. przeprowadził w czerwcu br. We wrześniu, na kolejnym posiedzeniu szwajcarskich władz monetarnych, pozostawiono ją bez zmian, na poziomie 1,75%. W komunikacie wydanym po tym posiedzeniu stwierdzono, że dotychczas dokonane zacieśnienie polityki pieniężnej hamuje presję inflacyjną. I choć nie wykluczono kolejnych podwyżek, to jednocześnie wskazano na możliwość interwencji na rynku walutowym w celu osłabienia krajowej waluty. Zaznaczono też, że inflacja obniżyła się w ostatnich miesiącach, co jest przede wszystkim efektem umocnienia franka szwajcarskiego, przekładającego się na spadek cen dóbr i usług importowanych. Prognozowana na 2024 r. inflacja wynosi 2,2% r/r, a w 2025 r. oczekiwany jest jej spadek do 1,9% r/r, co oznacza zarazem powrót do celu inflacyjnego. Oznacza to, ceteris paribus, że nie będzie potrzeby dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej w Szwajcarii.

Bank Anglii natomiast od grudnia 2021 r. podniósł stopę referencyjną o 5,15 p.p. Na posiedzeniu Komitetu Polityki Pieniężnej Banku Anglii we wrześniu 2023 r. zdecydowano o pozostawieniu stopy referencyjnej na poziomie 5,25%, do którego została podniesiona w sierpniu. Decyzja została podjęta skromną większością głosów (5:4), przy czym 4 członków Komitetu optowało za podwyżką tej stopy do 5,50%. Zgodnie z projekcją, przygotowaną przez Bank Anglii, przy niezmiennych stopach procentowych możliwe jest osiągnięcie celu inflacyjnego w połowie 2025 r. Komitet ocenił, że bilans ryzyka ukierunkowany jest w stronę wzrostu inflacji, jednak nasilenie ryzyka jest słabsze, niż w poprzednich miesiącach. Jednocześnie w kierunku zacieśnienia warunków finansowania oddziaływać będzie decyzja o ograniczeniu portfela brytyjskich obligacji skarbowych, utrzymywanych przez Bank Anglii, o 100 mld funtów w ciągu kolejnych 12 miesięcy.

Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii zapowiedział, że będzie monitorować sytuację i dane dotyczące presji inflacyjnej, a także odporność całej gospodarki, w tym zwłaszcza uwarunkowań na rynku pracy. Poinformował, że polityka pieniężna pozostanie restrykcyjna przez odpowiednio długi czas, by zabezpieczyć powrót inflacji do celu, wynoszącego 2,0% w średnim okresie. Komitet uznał, że kolejne podwyżki stopy referencyjnej mogą okazać się niezbędne, jeśli presja inflacyjna będzie bardziej uporczywa. Deklarację tę podtrzymano na

listopadowym posiedzeniu, na którym pozostawiono stopę referencyjną bez zmian. Uznano wówczas, że niewiele zmieniło się od ostatniego posiedzenia w odniesieniu do procesów inflacyjnych.

Podwyżek stóp procentowych dokonały we wrześniu banki centralne w Szwecji i Norwegii, do poziomu odpowiednio 4,0% i 4,25%. Są to zapewne poziomy zbliżone do docelowych.

W regionie Europy Środkowej i Wschodniej realizowane są różne strategie. Zarząd Czeskiego Banku Narodowego stabilizuje stopę referencyjną (dwutygodniową stopę operacji repo) na poziomie 7,0% uznając, że jest ona odpowiednia, bowiem zapewnia utrzymywanie się dodatnich realnych stóp procentowych. Procesom dezinflacji sprzyja też kurs czeskiej korony, który jest mocniejszy niż rok temu o tej samej porze. Zarząd Czeskiego Banku Narodowego uznał, że obecny poziom inflacji jest nieakceptowalny i wymaga dalszej determinacji władz monetarnych w dła osiągnięcia celu inflacyjnego, wynoszącego 2,0%. Zarząd dyskutuje wprowadzie nad strategią obniżania podstawowych stóp procentowych, ale zastrzega, że proces ten będzie się odbywać stopniowo. A. Míhl, prezes Zarządu Banku, powiedział podczas konferencji prasowej po listopadowym posiedzeniu, że celem czeskiej polityki pieniężnej jest zapobieżenie dostosowaniu się oczekiwań inflacyjnych do tymczasowego wzrostu inflacji, bo to może wytworzyć spiralę płacowo-cenową w gospodarce.

Z kolei Rada Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Węgier na wrześniowym posiedzeniu wprowadzie utrzymała referencyjną stopę procentową na poziomie 13,0%, ustalonym jeszcze w październiku 2022 r., ale zredukowała stawkę stopy pożyczkowej O/N z 16,5% na 14,00%, a stawkę stopy depozytowej O/N – z 12,5% na 12,0%. Zawężone zostało w ten sposób pasmo przedziału, w którym mieści się stopa referencyjna. Przedział ten stał się również symetryczny, co jest jednym z elementów normalizacji instrumentarium węgierskiego banku centralnego. Jej skutkiem będzie stabilizowanie kosztu pieniądza na węgierskim rynku międzybankowym, którego górny pułap określała właśnie stopa pożyczkowa O/N, przejściowo podniesiona do 25%. Natomiast już w październiku Rada obniżyła referencyjną stopę procentową z 13,0% do 12,25%, o 75 p.b., uznając, że pozwalają na to silne procesy dezinflacyjne na Węgrzech w warunkach słabej koniunktury. Pociągnęło to za sobą adekwatne zmiany stóp, określających górne i dolne pasmo przedziału, w którym mieści się stopa referencyjna. Węgierskie władze monetarne oczekują spadku inflacji CPI do poziomu 7,0–8,0% r/r na koniec 2023 r.

Rada Polityki Pieniężnej natomiast ostatni raz zdecydowała o podwyżce podstawowych stóp procentowych NBP o 25 p.b. na wrześniowym posiedzeniu w 2022 r. Rok później, na

posiedzeniu w dniach 5–6 września 2023 r., Rada zdecydowała o obniżeniu stóp procentowych NBP o 0,75 p.p. W komunikacie wydanym po posiedzeniu Rada stwierdziła, że biorąc pod uwagę mniejszą od wcześniejszych oczekiwań presję popytową, a także opóźnienia, z jakimi decyzje w zakresie polityki pieniężnej wpływają na gospodarkę, uzasadnione jest takie dostosowanie stóp procentowych NBP, które będzie sprzyjać realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

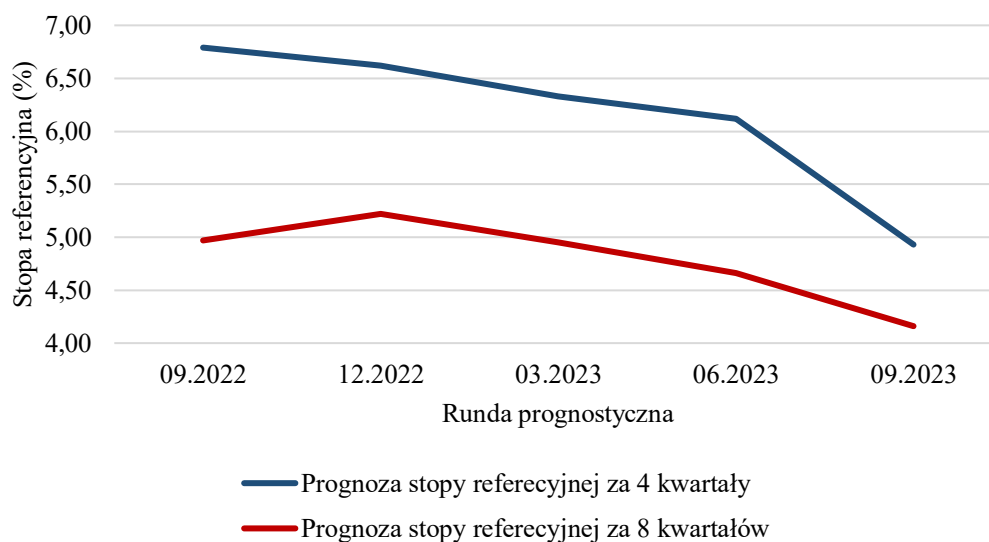
Decyzję podjęto, choć nie zostały spełnione wszystkie kryteria, nakreślone przez Prezesa NBP A. Głapińskiego podczas konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu – w szczególności, odczyt wskaźnika CPI nie spadł poniżej 10,0% r/r, utrzymując się w sierpniu na poziomie 10,1% r/r. Również skala dokonanej obniżki nie była zgodna z wcześniejszymi zapowiedziami. A. Głapiński podczas konferencji w lipcu deklarował bowiem podejmowanie decyzji o redukcjach stóp, wynoszących 25 p.b. Skala obniżki zaskoczyła więc rynek, co znalazło wyraz w skokowym osłabieniu złotego i spadku notowań na warszawskiej giełdzie, który dotknął przede wszystkim indeks WIG-Banki.

Na konferencji po wrześniowym posiedzeniu A. Głapiński powiedział, że podjęta decyzja o obniżce stopy referencyjnej jest „[...] decyzją jakby zaległą. To jest jak gdyby zrobienie decyzji za trzy ostatnie miesiące”. Odkładanie tej decyzji wynikało z oczekiwania na potwierdzenie, że wskaźnik CPI w skali roku spadnie poniżej poziomu 10,0% r/r. Jednocześnie A. Głapiński umotywwował podjętą decyzję obawą o skutki ukształtowania się dodatnich realnych stóp procentowych. Jednak oznacza ona również, że czas dojścia do dopuszczalnego przedziału odchyień od celu inflacyjnego wydłuży się i może wykroczyć poza bieżący horyzont projekcji inflacyjnej NBP. Obniżka podstawowych stóp procentowych w tak znacznej skali doprowadziła też do obniżenia wiarygodności władz monetarnych, co utrudni komunikowanie się z rynkiem i przełamywanie oczekiwań inflacyjnych konsumentów oraz przedsiębiorstw.

Na posiedzeniu w październiku Rada Polityki Pieniężnej obniżyła podstawowe stopy procentowe NBP o 25 p.b. Stopa referencyjna spadła do 5,75%, za to na listopadowym posiedzeniu Rada pozostawiła podstawowe stopy procentowe NBP bez zmian, motywując to niepewnością regulacyjną i fiskalną. Rada oceniła, że obecny poziom podstawowych stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie. Rada zapoznała się też z wynikami listopadowej projekcji inflacji i PKB, zgodnie z którą roczna dynamika cen znajdzie się z 50% prawdopodobieństwem w przedziale 11,3–11,5% w 2023 r. (wobec 11,1–12,7% w projekcji z lipca br.), 3,2–6,2% w 2024 r. (wobec 3,7–6,8%) oraz 2,2–5,3% w 2025 r. (wobec 2,1–5,1%). Roczne tempo wzrostu PKB znajdzie się z 50% prawdopodobieństwem

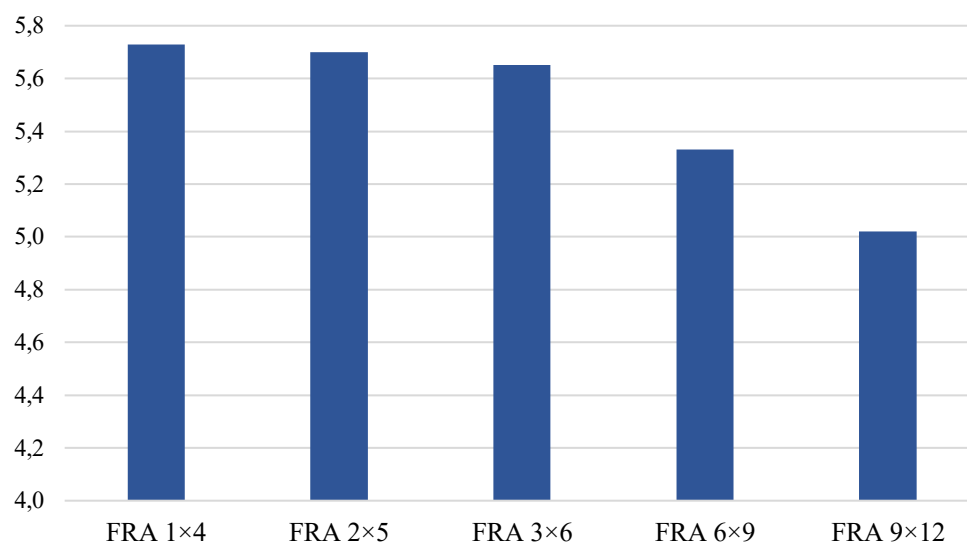
w przedziale -0,1–0,6% w 2023 r. (wobec -0,2–1,3% w projekcji z lipca 2023 r.), 1,9–3,8% w 2024 r. (wobec 1,4–3,3%) oraz 2,4–4,7% w 2025 r. (wobec 2,1–4,4%).

Wykres 4. Mediana prognoz poziomu stopy referencyjnej NBP w Ankiecie Makroekonomicznej NBP



Źródło: NBP.

Wykres 5. Notowania kontraktów FRA PLN według stanu na 9 listopada 2023 r.



Źródło: Reuters.

W ocenie Rady, napływające dane wskazują na niską presję popytową i kosztową w polskiej gospodarce, która w warunkach osłabionej koniunktury i spadku presji inflacyjnej za granicą oddziaływać będzie w kierunku stopniowego spadku krajowej inflacji. I choć trudno

obecnie przewidzieć, jakie będą dalsze decyzje Rady, to na rynku wycenia się kontynuację łagodzenia polityki pieniężnej w drugiej połowie 2024 r.

Wrześniowa decyzja o obniżce podstawowych stóp procentowych NBP doprowadziła do znaczącego osłabienia się polskiego złotego wobec głównych walut. W przypadku kursu USD/PLN średnie notowania w NBP przebiły poziom 4,40, a dla kursu EUR/PLN – 4,60. Październik zapoczątkował jednak pewne umocnienie złotego, ponieważ oczekiwania rynkowe na obniżkę stopy referencyjnej o 50 p.b. w tym miesiącu nie zostały skonsumowane, a wynik wyborów parlamentarnych dał asumpt do spekulacji o szybkim odblokowaniu środków z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO).

Zbliżający się koniec roku nie będzie jednak zachęcać władz monetarnych do interwencji na rynku walutowym, jako że mocniejszy złoty poprzez przełożenie na niższą wycenę aktywów rezerwowych w banku centralnym, denominowanych w obcych walutach, ograniczyłby zysk wypracowywany przez NBP. Zapowiadane złagodzenie polityki fiskalnej również będzie oddziaływać w kierunku deprecjacji złotego. Szybkie złagodzenie polityki pieniężnej w warunkach braku tak znaczących zmian w nastawieniu tej polityki w pozostałych krajach Europy Środkowej i Wschodniej zmniejszy atrakcyjność wykorzystania złotego w transakcjach *carry trade*.

Również splot czynników zewnętrznych jest niekorzystny dla złotego. Deklaracje władz monetarnych głównych banków centralnych o utrzymywaniu stóp referencyjnych na podwyższonym poziomie przez dłuższy czas, z pozostawieniem furtki do dalszych podwyżek w razie potrzeby, będą osłabiać złotego. Niepewność geopolityczna, związana z wojną Rosji z Ukrainą, a także atakiem Hamasu na Izrael, może sprzyjać ograniczeniu apetytu na ryzyko, przejściu w tryb *risk-off* i odpływowi kapitału do tzw. bezpiecznych przystani. Wyższą niepewność wspiera też wzrost cen ropy, a to, poprzez intensyfikację procesów inflacyjnych, może również przejściowo hamować aprecjację złotego.

Negatywnie na złotego oddziałują również czynniki związane z wyrokami Trybunału Sprawiedliwości UE w sprawie tzw. kredytów frankowych. W 2023 r. zapadły już dwa wyroki TSUE. Zgodnie z nimi, banki nie mogą pobierać wynagrodzenia po unieważnieniu umowy kredytowej za udostępnienie kapitału kredytobiorcy, nie można też oddalić bez rozpatrzenia wniosku o zabezpieczenie, składanego przez kredytobiorcę w postaci zawieszenia płatności rat na czas postępowania, jeśli takie zabezpieczenie jest konieczne dla zapewnienia skuteczności sądowego orzeczenia. Dodatkowo 6 października br. Sąd Najwyższy skierował pytanie prejudycjalne do Trybunału Sprawiedliwości UE, czy i w jakim zakresie Dyrektywa nr 93/13 w sprawie nieuczciwych warunków umów konsumenckich daje bankom możliwość stosowania

tw. prawa zatrzymania. Odmówienie bankom tego prawa oznaczałoby, że nie mogłyby one wstrzymać wypłaty kwot określonych w związku z unieważnieniem kredytu, czyli nienależnie pobranych odsetek, do momentu uregulowania całości zobowiązania przez kredytobiorcę.

Przedstawione czynniki oddziałują również na rynek długu. Inwestorzy uznali, że wrześnieowa obniżka podstawowych stóp procentowych NBP jest początkiem dłuższego cyklu i początkowo zaczęli wyceniać kolejne redukcje stóp, nawet o 100 p.b. do końca 2023 r. W rezultacie rentowności krajowych obligacji dwuletnich spadły do okolic 4,7%, a pięcioletnich – do 5,0%. Wycena obligacji dziesięcioletnich zyskała na tych cięciach znacznie mniej. Kolejne dni przyniosły odreagowanie. Sytuację zmieniły wyniki wyborów parlamentarnych, które otworzyły drogę do uformowania koalicji partii dotychczas pozostających w opozycji. Na rynku oceniono, że zmniejsza to szanse wstrzymywania transferów środków unijnych do Polski. Spadek rentowności powstrzymała także listopadowa decyzja RPP o wstrzymaniu cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

Na notowania obligacji o dłuższych terminach zapadalności oddziałują także inne czynniki, w tym wzmożone potrzeby pożyczkowe budżetu. W ujęciu netto w 2024 r. kształtują się one na poziomie 225,4 mld zł, a potrzeby brutto (suma potrzeb netto oraz przypadającego do wykupu długu przy przyjętych założeniach odnośnie do sprzedaży skarbowych papierów wartościowych w 2023 r.) na poziomie 420,6 mld zł. Poziom prefinansowania potrzeb pożyczkowych brutto w 2024 r. wynosi obecnie zaledwie ok. 5,0%.

Wyższe potrzeby pożyczkowe budżetu państwa wiążą się z zaplanowanym na 2024 r. rekordowym deficytem budżetowym, sięgającym 164,8 mld zł wobec 92 mld zł w 2023 r. Oznacza to wzrost udziału deficytu sektora finansów publicznych do PKB w 2024 r. do ok. 4,5%. Koszty obsługi długu publicznego mają wynieść 68,5 mld zł. Jest to czynnik znacząco obciążający wycenę długoterminowych obligacji skarbowych, prowadzący zarazem do dalszego wystramiania krzywej dochodowości.

Przewiduje się, że by sfinansować potrzeby pożyczkowe w 2024 r., Ministerstwo Finansów będzie musiało podwoić średnią sprzedaż obligacji na aukcję. Z szacunków PKO BP i Citi Handlowego wynika, że średnia sprzedaż będzie musiała wynieść ok. 14,5–15,0 mld zł podczas aukcji (wobec przeciętnie 7,0 mld zł w 2023 r.). Podwyższona podaż będzie ciężać notowaniom na rynku długu. Wzmoczona może być też sprzedaż obligacji denominowanych w walutach obcych, w razie późniejszego pozyskania środków z KPO, co spowoduje wzrost zadłużenia w walutach obcych.

Na skutek braku szybkich rozstrzygnięć w sprawie KPO zwróciły też uwagę międzynarodowe agencje ratingowe. W czerwcu 2023 r. agencja ratingowa Fitch ogłosiła

decyzję o utrzymaniu oceny ratingowej Polski dla długoterminowych zobowiązań w walucie zagranicznej oraz krajowej na poziomie A- z perspektywą stabilną. W komunikacie prasowym wskazano, że nawet jeśli środki europejskie zostaną odblokowane, to rośnie ryzyko, że władze nie będą w stanie ich wykorzystać w całości. W kolejnym komunikacie agencja potwierdziła, że wybory zwiększyły niepewność co do zakresu konsolidacji fiskalnej. Budżet na 2024 r. został bowiem przygotowany przez rządzącą partię PiS, ale partie z całego spektrum politycznego obiecują dodatkowe transfery socjalne i utrzymanie wysokich wydatków na obronność. Tymczasem zakres reform zwiększających dochody fiskalne wydaje się w najbliższym czasie ograniczony.

Na rynek polskiego długu negatywny wpływ mogą też wywrzeć zmiany legislacyjne i przedłużenie okresu obowiązywania tzw. „wakacji kredytowych”. Może to ograniczyć skłonność banków do rolowania zapadającego długu państwowego, co z kolei mogłoby przejściowo wywołać nierównowagę popytowo-podażową na rynku pierwotnym i przyczynić się do podwyższonej zmienności rentowności polskich obligacji skarbowych na rynku wtórnym.

Tabela 2. Prognozy stopy referencyjnej, kursów walut w NBP i rentowności obligacji skarbowych w latach 2023–2024 (stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	IV kw. 2023	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024
USD/PLN	4,20	4,20	4,20	4,19	4,18
EUR/PLN	4,45	4,42	4,41	4,40	4,38
2Y PLN	5,20	5,19	5,11	4,90	4,70
5Y PLN	5,32	5,29	5,23	5,17	5,05
stopa referencyjna	5,75	5,75	5,75	5,50	5,00

Źródło: IPS-SGB.

Jednocześnie jednak w polskim sektorze bankowym narasta nadpłynność w walutach obcych. W ocenie NBP jest ona wywołana z jednej strony wzrostem wartości depozytów walutowych przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, a z drugiej strony spadkiem wartości udzielanych kredytów nominowanych w walutach obcych, przy jednoczesnym funkcjonowaniu źródeł finansowania tych kredytów, opartym o długoterminowe umowy (swapy walutowe, kredyty otrzymane od nierezydentów). Konsekwencją tego zjawiska jest wzmożony popyt polskich banków na papiery dłużne, z istotnym udziałem instrumentów rynku pieniężnego.

Warunkiem ograniczenia zmienności rentowności polskich skarbowych papierów wartościowych jest stopniowe zbieganie inflacji do celu inflacyjnego NBP, zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami. Brak realizacji tego scenariusza, dla którego główne zagrożenie

stanowi uporczywość inflacji bazowej i odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, może jednak doprowadzić do przejściowych, aczkolwiek znacznych zmian wycen aktywów na rynku finansowym. Na wzrost amplitudy tych wahań dodatkowo może wpłynąć adaptacyjny sposób formowania średniookresowych oczekiwań inflacyjnych, co w warunkach niewystarczającej przejrzystości komunikacji ze strony władz monetarnych utrudnia szybką redukcję inflacji.

Polski rynek finansowy pozostaje wrażliwy na nagłe i nieprzewidywane zaburzenia. Okresy szybkiego narastania niepewności mogą powodować silne krótkookresowe wahania notowań na krajowym rynku walutowym i rynku obligacji, pod wpływem podwyższonej mobilności kapitału i jego odpływu do tzw. bezpiecznych przystani. Powstała w ten sposób presja deprecjacyjna doprowadziłaby do przeceny złotego, co poprzez oddziaływanie kanału kursowego utrudniłoby ograniczanie inflacji, pogarszając zarazem perspektywy makroekonomiczne.

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 znacząco, o około 9,75 mld zł tj. o 20,6%. Wolumen korporacyjnych obligacji złotych powiększył się o 5 715 282,4 tys. zł, o 545 366,9 tys. euro przyrósł dług przedsiębiorstw nominowany w euro, a o 1 576 530,0 tys. zł zwiększył się rynek obligacji komunalnych. Liczba emitentów zmalała o dwóch, ale liczba uplasowanych serii obligacji wzrosła o 48 (przyrost o 10,5%).

30 września 2023 r. na regulowanych rynkach obligacji (Catalyst i BondSpot) notowano 503 serii obligacji, których emitentami było:

- 1) 78 przedsiębiorstw – 225 serii obligacji złotych na kwotę nominalną 42 544,8 mln zł; oraz 10 serii obligacji nominowanych w euro (Tabela 3) na łączną kwotę 1 916,4 mln euro, co w przeliczeniu na walutę krajową dało wartość ok. 8 883,5 mln zł).

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

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. euro]
Cavatina Holding	CAV0127	26.01.2027	EURIBOR 6M + 6,0%	9,94%	4 367
Echo Investment	ECH1024	23.10.2024	stałe 4,50%	4,50%	40 000
MLP Group	MLP0124	22.01.2024	EURIBOR 3M + 3,95%	7,94%	4 000
	MLP0524	17.05.2024	EURIBOR 6M + 2,3%	5,94%	20 000
	MLP0225	19.02.2025	EURIBOR 6M + 2,95%	6,91%	45 000
	MLP0525	26.05.2025	EURIBOR 6M + 3,95%	7,66%	29 000
PKN Orlen	PKN0528	27.05.2028	stałe 1,13%	1,13%	500 000
	ORL0730	13.07.2030	stałe 4,75%	4,75%	500 000
PKO Bp	PKO0226	01.02.2026	stałe 5,63%	5,63%	750 000
Vantage Development	VAN0727	12.07.2027	EURIBOR 6M + 2,9%	6,84%	24 000
Suma					1 916 366,9

Zródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

- 2) 44 jednostki samorządów – 265 serii obligacji na łączną kwotę 5 653,6 mln zł,
- 3) 3 banki spółdzielcze – 3 serie obligacji na kwotę 19 mln zł, która w ostatnim półroczu, po wykupieniu we wrześniu obligacji przez Krakowski Bank Spółdzielczy spadła o 50 mln zł (Tabela 4).

Tabela 4. Emisje banków spółdzielczych notowane na rynku publicznym

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
Bałtycki Bank Spółdzielczy	06.2012	24.12.2025	WIBOR 6M + 3,0%	9,95%	2 900
BS Poznań	09.2012	14.09.2027	WIBOR 6M + 3,5%	9,27%	11 090
BS Limanowa	05.2015	15.05.2025	WIBOR 6M + 3,0%	9,95%	5 000
Suma					18 990

Zródło: obligacje.pl.

Do pierwszej grupy zaliczało się m.in. 25 serii obligacji 8 banków komercyjnych (Alior Bank, Bank Millennium, Bank Poczty, BOŚ, mBank, Bank Pekao, PKO BP oraz Santander Bank Polska). W porównaniu do sytuacji sprzed pół roku liczba emisji wzrosła o dwie, wyemitowane przez Bank Pekao (PEO0725, PEO0727) o łącznej wartości 1 100 mln zł oraz jedną nominowaną w euro emisję banku PKO BP o wolumenie 750 mln EUR. Wartość nominalna zadłużenia pozostałych banków nie uległa zmianie, zatem łączna wartość obligacji banków komercyjnych, uplasowanych na Catalyst, wyniosła ok. 19,2 mld zł. Wielkość ta stanowiła na koniec III kwartału 2023 r. 33,6% wartości wszystkich emisji notowanych na publicznym rynku obligacji komercyjnych i ponad 38,2% obligacji korporacyjnych.

Wśród emitentów o największym udziale w nominalnej wartości uplasowanych obligacji korporacyjnych nastąpiły od końca marca br. niewielkie zmiany, polegające na przesunięciach pozycji pomiędzy największymi graczami. W grupie emitentów o ponad pięcioprocentowym udziale w rynku znalazły się PKO BP (12,0%), PKN Orlen (11,0%), Pekao (8,9%), Cyfrowy Polsat (7,7%) i Santander Bank Polska (5,6%) - szczegóły zawarte zostały w Tabeli 5. Kolejnych pięciu emitentów – PZU, KGHM Polska Miedź, Enea, Kruk i Ghelamco Invest – odnotowało udział wynoszący pomiędzy 5,0%, a 3,0%. Wymienione 10 podmiotów wyemitowało łącznie obligacje o wartości nominalnej przekraczającej 32,8 mld zł, co stanowiło prawie dwie trzecie (63,7%) rynku obligacji komercyjnych i ponad 57,3% całego rynku pierwotnego obligacji komercyjnych, notowanych na rynku publicznym, którego wartość na koniec września 2023 r. wyniosła około 57,1 mld zł.

W porównaniu do końca pierwszego kwartału 2023 r. rynek liczonego w złotych długu przedsiębiorstw wzrósł bardzo wyraźnie, bo o niemal 5,8 mld zł (15,7%). Było to odpowiedzią na oczekiwanie przez emitentów rozpoczęcia w drugiej połowie roku, cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce. Natomiast dług nominowany w euro powiększył się o 545,4 mln EUR, co oznacza przyrost o blisko 40%.

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

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
PKO Bank Polski	08.2017	28.08.2027	WIBOR 6M + 1,55%	8,08%	1 700 000
	03.2018	06.03.2028	WIBOR 6M + 1,5%	7,97%	1 000 000
	02.2023	01.02.2026	stałe 5,63%	5,63%	3 476 700*
PKN Orlen	12.2020	22.12.2025	WIBOR 6M + 0,95%	7,90%	1 000 000
	05.2021	27.05.2028	stałe 1,13%	1,13%	2 317 800*
	07.2023	13.07.2030	stałe 4,75%	4,75%	2 317 800*
Bank Pekao Polska Kasa Opieki	10.2017	29.10.2027	WIBOR 6M + 1,52%	8,47%	1 250 000
	10.2018	16.10.2028	WIBOR 6M + 1,55%	7,12%	550 000
	10.2018	14.10.2033	WIBOR 6M + 1,8%	7,37%	200 000
	06.2019	04.06.2031	WIBOR 6M + 1,7%	8,65%	750 000
	04.2023	03.04.2026	WIBOR 6M + 2,6%	8,04%	750 000
	07.2023	28.07.2025	WIBOR 6M + 1,35%	8,00%	750 000
Cyfrowy Polsat	04.2019	24.04.2026	WIBOR 6M + 1,75%	7,32%	308 048
	02.2020	12.02.2027	WIBOR 6M + 1,75%	8,22%	164 009
	01.2023	11.01.2030	WIBOR 6M + 3,35%	10,27%	3 490 000
Santander Bank Polska	03.2023	31.03.2025	WIBOR 6M + 1,9%	7,54%	1 900 000
	04.2018	05.04.2028	WIBOR 6M + 1,6%	7,21%	1 000 000
Suma					23 274 357

* emisje nominowane w euro.

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Tabela 6. Emitenci zwiększający w stosunku do końca I kwartału 2023 r. wolumen emisji na publicznym rynku obligacji korporacyjnych

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wolumen emisji [tys. zł]
AB	ABE0227	18.02.2027	WIBOR 6M + 2,6%	9,15%	80 000
Alior Bank	ALR0626	26.06.2026	WIBOR 6M + 3,1%	10,05%	400 000
AOW Faktoring	AOW1225	14.12.2025	WIBOR 6M + 6,0%	12,01%	5 844
Archicom	ARH0325	17.03.2025	WIBOR 3M + 3,5%	9,34%	62 000
Best	BST0327	07.03.2027	WIBOR 3M + 4,0%	10,67%	11 226
	BST0128	25.01.2028	WIBOR 3M + 5,0%	10,69%	20 000
	BST0228	25.02.2028	WIBOR 3M + 5,0%	11,68%	30 000
Cavatina Holding	CAV0127	26.01.2027	EURIBOR 6M + 6%	9,94%	20 243*
	CAV0327	26.03.2027	WIBOR 6M + 6,0%	11,66%	50 000
	CAV1226	05.12.2026	WIBOR 6M + 6,0%	12,95%	25 000
Cyfrowy Polsat	CPS0130	11.01.2030	WIBOR 6M + 3,4%	10,27%	820 000
Dekpol	DEK0626	27.06.2026	WIBOR 6M + 5,5%	11,30%	40 000
	DKP0626	27.06.2026	WIBOR 3M + 5,5%	11,30%	30 000
Develia	DVL0326	23.03.2026	WIBOR 6M + 4,1%	9,89%	180 000
	DVL0726	06.07.2026	WIBOR 6M + 3,6%	9,31%	100 000
Echo Investment	ECH0528	24.05.2028	WIBOR 6M + 4,5%	11,45%	140 000
	ECH0627	28.06.2027	WIBOR 6M + 4,0%	10,95%	50 000
Ghelamco Invest	GHE0327	26.03.2027	WIBOR 6M + 5,0%	10,66%	340 000
Indos	INS0127	19.01.2027	WIBOR 3M + 5,8%	11,48%	15 000

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wolumen emisji [tys. zł]
Infinity	INF0326	16.03.2026	WIBOR 3M + 5,6%	11,49%	12 000
Kredyt Inkaso	KRI0427	14.04.2027	WIBOR 3M + 5,5%	11,20%	15 000
	KRI0727	13.07.2027	WIBOR 3M + 5,5%	11,19%	18 000
Kruk	KRU0628	13.06.2028	WIBOR 3M + 4,0%	10,07%	50 000
	KRU0828	08.08.2028	WIBOR 3M + 4,0%	10,74%	75 000
Marvipol Development	MVP0227	04.02.2027	WIBOR 6M + 5,4%	12,00%	55 467
	MVP0326	02.03.2026	WIBOR 6M + 5,5%	11,99%	66 000
	MVP0526	08.05.2026	WIBOR 6M + 5,5%	12,46%	35 000
MLP Group	MLP0525	26.05.2025	EURIBOR 6M + 4,0%	7,66%	134 432 *
Olivia Fin	OBC0226	24.02.2026	WIBOR 3M + 4,7%	11,39%	10 000
	OBC1026	13.10.2026	WIBOR 3M + 6,0%	11,69%	16 500
	OBC1126	22.11.2026	WIBOR 3M + 6,0%	11,81%	27 000
Pekao	PEO0426	04.03.2026	WIBOR 6M + 2,4%	8,04%	750 000
	PEO0725	28.07.2025	WIBOR 6M + 1,4%	8,00%	750 000
	PEO0727	28.07.2027	stałe 7,5%	7,50%	350 000
PKO BP	PKO0226	01.02.2026	stałe 5,6%	5,63%	3 476 700 *
Polski Holding Nieruchomości	PHN0526	22.05.2026	WIBOR 6M + 4,0%	10,90%	220 000
Pragmago	PRF0326	05.03.2026	WIBOR 3M + 5,3%	11,97%	12 000
	PRF0425	25.04.2025	WIBOR 3M + 5,5%	11,18%	25 000
	PRF0925	27.09.2025	WIBOR 3M + 5,3%	11,10%	20 000
Ronson	RON0726	03.07.2026	WIBOR 6M + 4,2%	11,15%	60 000
Santander Bank Polska	SPL0325	31.03.2025	WIBOR 6M + 1,9%	7,54%	1 900 000
Victoria Dom	VID0326	21.03.2026	WIBOR 6M + 7,5%	14,45%	50 184
	VID0626	21.06.2026	WIBOR 6M + 7,0%	13,95%	11 200
Suma					10 558 797

* emisje nominowane w euro

Źródło: obligacje.pl.

Liczba wyemitowanych serii wzrosła o 25, a liczba emitentów – o trzy podmioty. Z grona emitentów ubył Comprenum, Europejskie Centrum Odszkodowań, Famur, a pojawili się BBI Development, Dekpol Deweloper, Domesta, Grenevia, Unidevelopment, Vantage Development (z pominięciem podmiotów z Grupy Orlen, które jedynie zmieniały nazwę lub dokonywały przesunięć – jeden redukował, a inny zwiększał zaangażowanie). 26 emitentów (w tym trzech emitujących obligacje nominowane w euro), obecnych na rynku na koniec marca 2023 r., zdecydowało się na zwiększenie zadłużenia (Tabela 6), natomiast zmniejszenie wolumenu miało miejsca w przypadku 18 emitentów – w trzech przypadkach redukcja spowodowała wykup całego długu i wyjście emitenta z rynku obligacji korporacyjnych. Wykaz emitentów zmniejszających swoje zadłużenie zawiera Tabela 7.

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

Emitent	Spadek wolumenu wyemitowanych obligacji [tys. zł]
Arche	16 029
Atal	90 000
CCC	9 235
Cognor	40 000
Dino Polska	250 000
Dom Development	50 000
Everest Capital	3 000
I2 Development	10 000
JHM Development	9 053
MCI Capital ASI	20 000
P.A. Nova	9 900
PCC Rokita	25 000
Robyg	60 000
Voxel	10 000
White Stone Development	40 000
Suma	642 217

Źródło: gpwcatalyst.pl.

W komentarzach analitycznych badanego okresu często wskazywano na ożywienie na rynku papierów komercyjnych, podkreślając, iż na atrakcyjności rynku długu komercyjnego zaważyły zarówno wzrosty rentowności, jak i dobre wyniki funduszy inwestycyjnych, lokujących w papiery dłużne przedsiębiorstw. W efekcie w analizowanym okresie spora grupa inwestorów, zamierzających zwiększyć swoje zaangażowanie w te instrumenty poprzez rynek pierwotny, skazana była na znaczące redukcje swoich zleceń.

Na rynku obligacji komunalnych, wzrost w horyzoncie rocznym miał miejsce zarówno co do ilości emitentów, jak i globalnej kwoty nominalnej wyemitowanego długu (5 653,63 vs 4 077,11 mln zł). Tym razem do grona emitentów dołączył jeden podmiot: Gmina Białe Błota, która wyemitowała 3 serie obligacji (5, 9 i 11-letnich) o łącznym nominale 22 mln zł. Znacząco wyższa nominalnie wartość obligacji miała odzwierciedlenie również w liczbie notowanych serii, których było o 46 więcej niż w analogicznym okresie 2022 r. W porównaniu z końcem pierwszego kwartału br. wzrost liczby emisji nie był już tak spektakularny. Przybyło zaledwie 8 serii, natomiast wartość emisji wzrosła o ponad 11,1% tj. o 565,5 mln zł. Do wyjątków należały także w tym okresie samorządy zmieniające na plus, ale i na minus, swoje zadłużenie.

W pierwszej grupie oprócz wspomnianego powyżej debiutanta – Gminy Białe Błota – znalazł się lider wśród emitentów komunalnych, czyli Kraków, a także Wałbrzych. Natomiast wykup zmniejszający zadłużenie nastąpił u czterech emitentów: w jednym przypadku był to wykup terminowy (KRA0423), pozostałe zaś były przedterminowe i poza wykupem

dokonywanym przez miasto Elbląg, nie objęły one całych emisji. Ponadto w przypadku Krakowa i Wałbrzycha trudno mówić o zmniejszeniu zadłużenia, bowiem redukcje serii KRA0528 i WAL0925 miały charakter techniczny – łączne zadłużenie tych samorządów w wyniku emisji kolejnych serii obligacji, jak już wcześniej wspomniano, w rzeczywistości wzrosło. Szczegóły zawierają Tabele 8 i 9.

Tabela 8. Emisje JST wykupione w okresie II i III kwartału 2023 r.

Emitent	Seria	Data emisji	Termin wykupu	Wartość wykupionych obligacji [tys. zł]
Chełm	CHE1030	10.2013	10.10.2030	1 001
Elbląg	ELG0524	11.2012	25.05.2024	16 500
Kraków	KRA0423	04.2013	30.04.2023	25 000
Kraków	KRA0528	05.2013	07.05.2028	60 000
Wałbrzych	WAL0925	09.2012	02.09.2025	4 000
Suma				106 501

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Jak łatwo zauważyć, gros odnotowanego wzrostu to wynik emisji obligacji Krakowa, który umocnił się na pozycji lidera w tym segmencie rynku. Łączne zadłużenie tego samorządu, opiewające w nominale 11 serii obligacji na niemal 2,5 mld zł stanowiło 43,5% wartości wszystkich emisji samorządowych i ponad sześciokrotnie przewyższało zadłużenie kolejnego wśród największych, emitenta w tej kategorii, którym jest miasto stołeczne z zadłużeniem wynoszącym w nominale 400 mln zł. Pierwszą piątkę tej klasyfikacji uzupełniały – podobnie jak w poprzednim półroczu – Siedlce, Wałbrzych oraz Województwo Małopolskie.

W sumie wartość nominału obligacji tych pięciu samorządów opiewała na 3 669,2 tys. zł co stanowiło niemal dwie trzecie rynku (64,7%) długu komunalnego. Kolejnych sześciu emitentów (Słupsk, Kielce, Świnoujście, Zamość, Elbląg i Płock), każdy z długiem powyżej 100 mln zł, które łącznie „ważyły” niemal 1 mld zł (955,1 mln zł), miało 16,9% udziału w ogólnej wartości wyemitowanych obligacji komunalnych – ich miejsca w rankingu nie uległy zmianie wobec końca marca br. W sumie emisje 11 wymienionych wyżej emitentów stanowiły ponad cztery piąte całego zadłużenia JST notowanego na GPW. Informacje dotyczące emisji obligacji pierwszej piątki rankingu zawiera Tabela 10.

Spośród 235 serii notowanych na rynku obligacji korporacyjnych, 14 serii, stanowiące niespełna 6,0% wszystkich emisji, zostanie wykupione jeszcze w tym roku. Kolejne 171 serii w niemal równym podziale (59-58-54) ma termin wykupu przypadający na lata 2024–2026, stanowią one wraz z wcześniej wymienionymi niemal cztery piąte rynku (78,7%).

Mówiąc potocznie, rynek korporacyjny jest krótki. Dziewięć na dziesięć serii zapada w horyzoncie krótszym od pięciu lat, a w lata trzydzieste sięga zaledwie czterech emitentów (Orlen, Cyfrowy Polsat, mBank i Pekao). Rozkład ten nie zmienia się od kilku lat. W ujęciu wartościowym dysproporcje te są nadal widoczne, jednak mają mniejszą amplitudę co wynika z faktu, że emisje najdłuższe są dziełem podmiotów należących do największych graczy na rynku, których emisje w nominalach sięgają kwot ośmio- i dziewięciocyfrowych.

Tabela 9. Obligacje JST wyemitowane w okresie II i III kwartału 2023 r.

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wolumen emisji [tys. zł]
Gmina Białe Błota	BBL1128	25.11.2028	WIBOR 6M + 0,8%	7,74%	4 000
	BBL1132	25.11.2032	WIBOR 6M + 0,8%	7,74%	8 000
	BBL1134	25.11.2034	WIBOR 6M + 0,8%	7,74%	10 000
Kraków	KRA0733	20.07.2033	WIBOR 6M + 0,9%	7,64%	300 000
	KRA0735	17.07.2035	WIBOR 6M + 1,0%	7,80%	300 000
Wałbrzych	WAL1136	25.11.2036	WIBOR 6M + 1,2%	8,16%	10 000
	WAL1137	25.11.2037	WIBOR 6M + 1,2%	8,16%	10 000
	WAL1138	25.11.2038	WIBOR 6M + 1,2%	8,16%	10 000
	WAL1139	25.11.2039	WIBOR 6M + 1,2%	8,16%	10 000
	WAL1140	25.11.2040	WIBOR 6M + 1,2%	8,16%	10 000
Suma					672 000

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

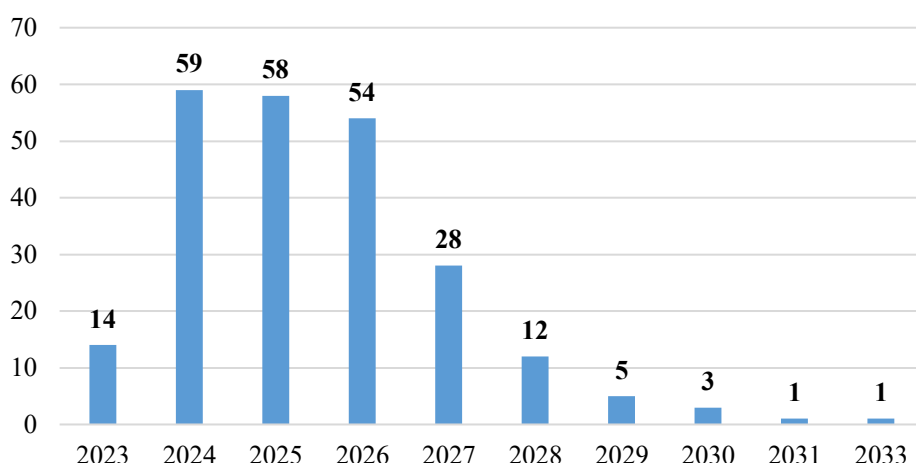
Tabela 10. Emitenci o największym udziale w publicznym rynku obligacji komunalnych

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku [%]
Kraków	KA11133	2033.11.25	7,80%	300 000	43,48%
	KA21133	2033.11.25	7,80%	20 000	
	KR11134	2034.11.25	8,07%	350 000	
	KRA0424	2024.04.27	8,55%	180 000	
	KRA0528	2028.05.07	7,85%	60 000	
	KRA0733	20.07.2033	7,64%	300 000	
	KRA0735	17.07.2035	7,80%	300 000	
	KRA1027	2027.10.01	8,56%	120 000	
	KRA1133	2033.11.25	7,80%	300 000	
	KRA1134	2034.11.25	8,07%	328 000	
	KRA1226	2026.12.22	3,96%	200 000	
Razem				2 458 000	
Warszawa	WAW1228	2028.12.21	7,65%	200 000	7,08%
	WAW1230	2030.12.21	7,85%	200 000	
	Razem				
Siedlce	SI11136	2036.11.25	8,20%	29 200	5,67%
	SI11137	2037.11.25	8,20%	11 000	
	SIC1133	2033.11.25	9,45%	25 000	
	SID1131	2031.11.25	8,80%	1 900	
	SID1133	2033.11.25	8,55%	40 000	
	SID1134	2034.11.25	8,91%	22 000	

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku [%]
	SIE1123	2023.11.25	8,55%	4 000	
	SIE1125	2025.11.25	8,80%	2 500	
	SIE1126	2026.11.25	8,80%	2 500	
	SIE1127	2027.11.25	8,80%	2 500	
	SIE1128	2028.11.25	8,80%	2 500	
	SIE1129	2029.11.25	8,80%	2 500	
	SIE1130	2030.11.25	8,80%	2 500	
	SIE1131	2031.11.25	8,80%	700	
	SIE1132	2032.11.25	8,80%	2 500	
	SIE1133	2033.11.25	8,80%	2 500	
	SIE1134	2034.11.25	8,80%	2 500	
	SIE1135	2035.11.25	8,91%	19 000	
	SIE1136	2036.11.25	8,75%	14 000	
	SIE1137	2037.11.25	8,75%	14 000	
	SIE1138	2038.11.25	8,20%	24 000	
	SIE1139	2039.11.25	8,20%	13 000	
	SIL1133	2033.11.25	8,95%	80 000	
	Razem			320 300	
Wałbrzych	WA11128	2028.11.25	8,15%	6 000	
	WA11130	2030.11.25	8,15%	12 000	
	WA11133	2033.11.25	7,90%	22 580	
	WA21128	2028.11.25	7,90%	22 580	
	WAB1027	2027.10.01	8,65%	19 000	
	WAL0531	2031.05.25	8,05%	7 750	
	WAL0925	2025.09.02	8,18%	8 000	
	WAL1025	2025.10.08	9,15%	18 000	
	WAL1027	2027.10.22	9,15%	27 000	
	WAL1124	2024.11.25	7,90%	10 000	
	WAL1125	2025.11.25	7,90%	6 000	
	WAL1128	2028.11.25	8,05%	4 500	
	WAL1129	2029.11.25	8,05%	5 000	
	WAL1130	2030.11.25	8,05%	10 500	
	WAL1131	2031.11.25	8,05%	10 000	
	WAL1132	2032.11.25	8,15%	12 000	
	WAL1133	2033.11.25	8,15%	10 000	
	WAL1134	2034.11.25	8,15%	10 000	
	WAL1136	25.11.2036	8,16%	10 000	
	WAL1137	25.11.2037	8,16%	10 000	
	WAL1138	25.11.2038	8,16%	10 000	
	WAL1139	25.11.2039	8,16%	10 000	
	WAL1140	25.11.2040	8,16%	10 000	
	Razem			270 910	4,79%
Województwo Małopolskie	WM11226	2026.12.21	7,43%	15 000	
	WMA0224	2024.02.23	7,29%	10 000	
	WMA1125	2025.11.19	7,70%	10 000	
	WMA1128	2028.11.19	7,70%	20 000	
	WMA1131	2031.11.25	7,80%	35 000	
	WMA1132	2032.11.25	7,88%	40 000	
	WMA1223	2023.12.28	7,70%	10 000	
	WMA1224	2024.12.28	7,70%	10 000	
	WMA1225	2025.12.28	7,70%	10 000	
	WMA1226	2026.12.21	7,70%	15 000	
	WMA1230	2030.12.21	7,78%	35 000	
	Razem			210 000	3,71%

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

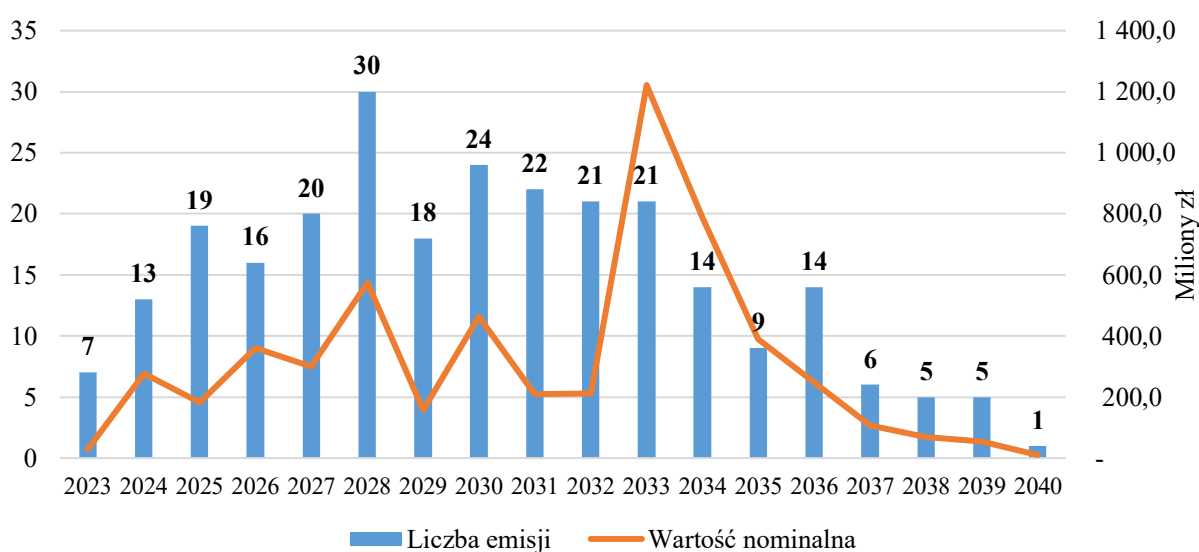
Wykres 6. Rozkład zapadalności obligacji przedsiębiorstw



Źródło: gpwcatayst.pl; obliczenia własne.

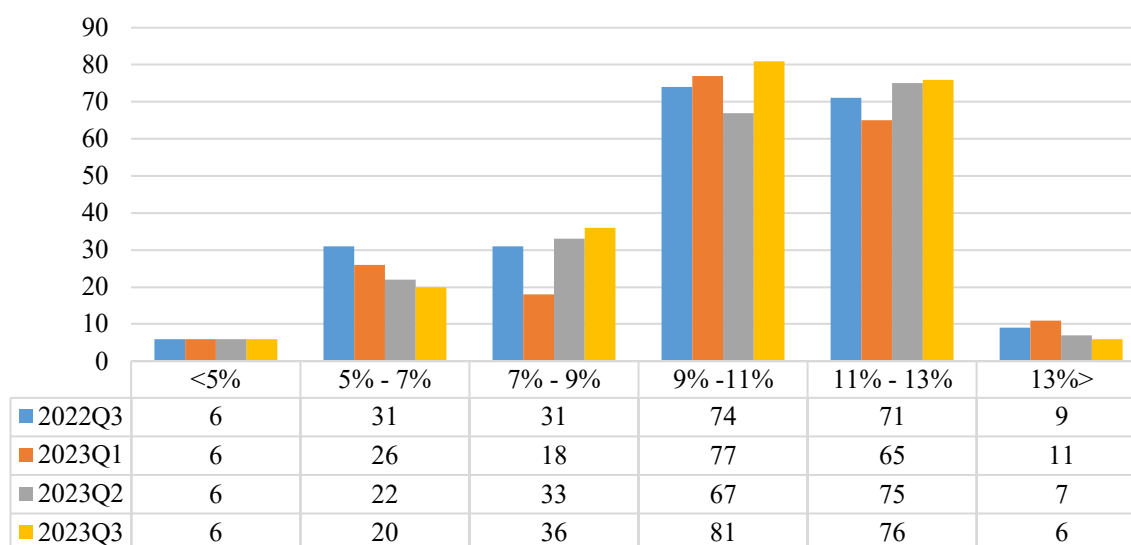
W sektorze obligacji samorządowych rozkład zapadalności był bardziej zróżnicowany. Przy bardzo zbliżonej liczbie dostępnych serii papierów dłużnych (265) ponad połowa (142 serie), a wartościowo dwie trzecie (3 771,5 mln zł), miała datę wykupu przypadającą na lata 30. XXI wieku, z maksimum wartościowym przypadającym na rok 2033. 54 emisje miały termin wykupu ponad dziesięcioletni, w tym 6 – ponad 15 letni. Rozkład zapadalności liczby emisji obligacji JST w kolejnych latach kalendarzowych oraz wykres zapadalności w ujęciu wartościowym tego samego segmentu rynku (na osi pomocniczej) przedstawia Wykres 7.

Wykres 7. Rozkład zapadalności obligacji JST



Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Wykres 8. Rozkład kuponów obligacji korporacyjnych

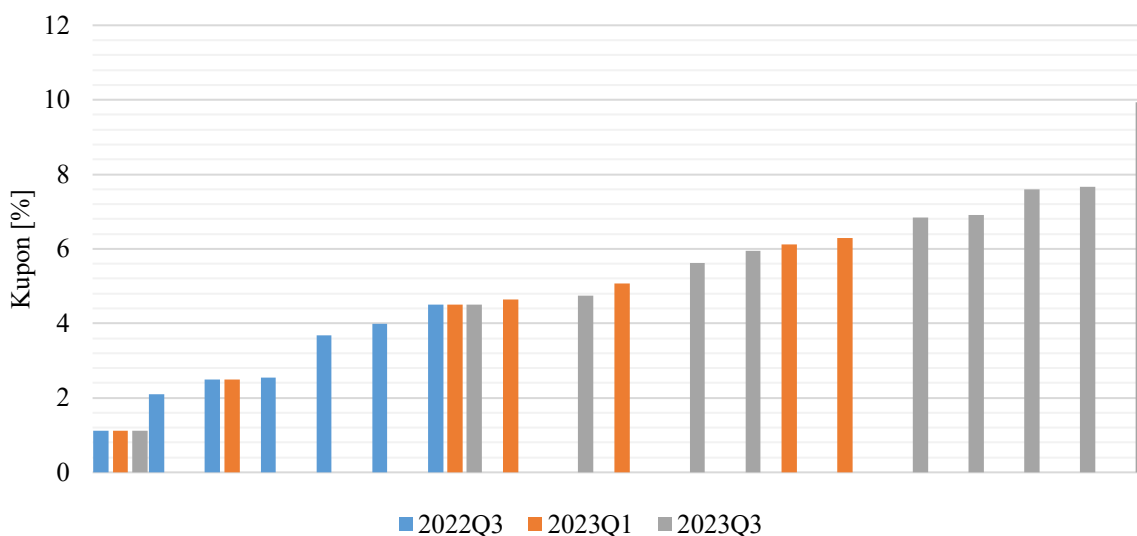


Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Większość notowanych obligacji korporacyjnych stanowiły obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Kupony obligacji przedsiębiorstw pokrywały dość szeroki, choć węższy niż pół roku wcześniej, przedział pomiędzy 4,0%, a 14,5%. Najniższy, czteroprocentowy kupon, podobnie jak w poprzednich okresach, oferowały pięcioletnie obligacje Kruka (KRU0626). Najwyższe oprocentowanie można było uzyskać z wyemitowanych w bieżącym roku trzyletnich obligacji Victoria Dom (WIBOR 6M + 7,5%). Przeważająca część kuponów obligacji (ponad 2/3) plasowała się, podobnie jak przed 6 miesiącami, w przedziale o szerokości 4 p.p. od 9,0% do 13,0%, oferującym marżę wobec WIBOR pomiędzy 2, a 6 p.p., z zaznaczającą się tendencją do przesunięcia maksimum – wewnątrz tego przedziału – do jego „dolnej połowy”. Wywołane zostało to już wcześniej wzmiankowanym oczekiwaniem na obniżenie przez RPP podstawowych stóp procentowych NBP, a w konsekwencji – zwiększonym popytem inwestorów, który pozwolił emitentom na obniżenie oferowanej premii za ryzyko.

Kompletny rozkład kuponów nominowanych w PLN obligacji korporacyjnych w porównaniu do wcześniejszych okresów sprawozdawczych pokazano na Wykresie 8. Z odwrotnym trendem inwestorzy mieli do czynienia w przypadku obligacji nominowanych w euro, co było skorelowane z trwającym cyklem podwyżek stóp procentowych w strefie wspólnej unijnej waluty (Wykres 9).

Wykres 9. Obligacje nominowane w euro – rozkład kuponów

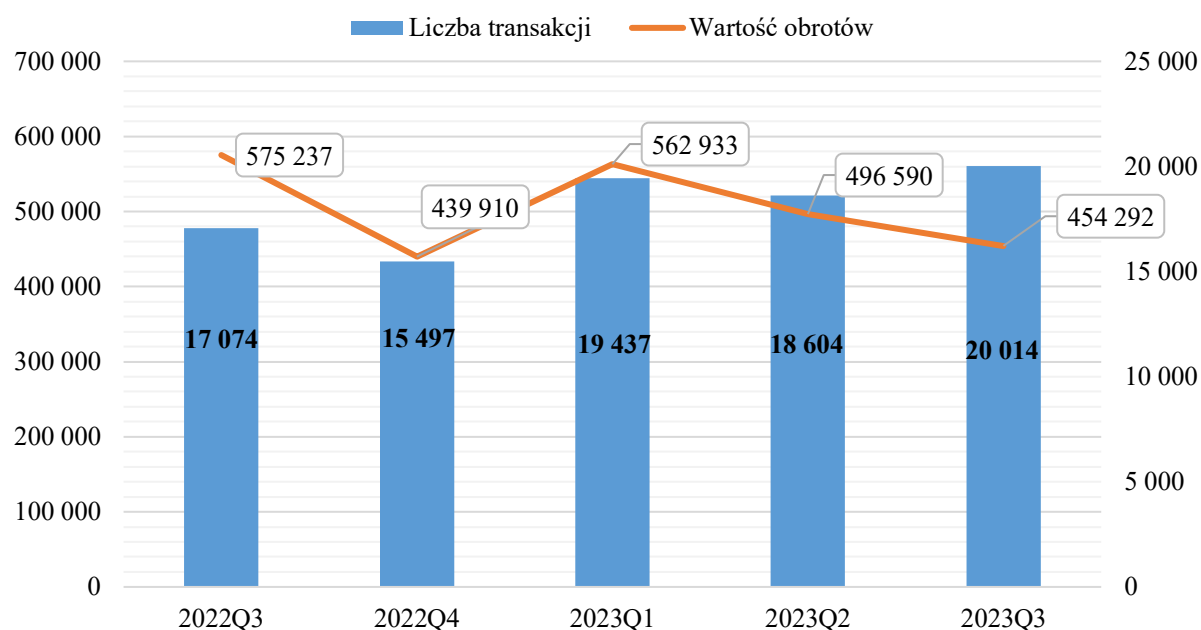


Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Aktywność rynku wtórnego, tradycyjnie ograniczała się do obligacji komercyjnych. Spośród ponad 250 serii obligacji komunalnych obrót na wtórnym rynku odnotowało zaledwie 9 walorów, na których dokonano w sumie 41 transakcji na łączną kwotę 186,6 tys. zł, z czego niemal połowę (111 tys. zł) zrealizowano w obrocie papierami wyemitowanymi przez władze Włocławka (WCL1225). Obrót – biorąc pod uwagę liczbę transakcji – obligacjami banków spółdzielczych był o rząd wielkości wyższy; odnotowano w tym okresie ok. 370 transakcji o łącznym wolumenie wynoszącym niespełna 30 mln zł. W porównaniu z poprzednim okresem sześciomiesięcznym oznaczało to regres mniej więcej trzykrotny, zarówno co do ilości transakcji (369 vs 1156) jak i obrotów (29 337 tys. zł vs 101 856 tys. zł).

Natomiast na rynku wtórnym obligacji przedsiębiorstw pomiędzy 1 kwietnia, a 1 października 2023 r. zawarto o ponad 3,6 tys. transakcji więcej niż w poprzednim półroczu (38 618 vs 34 934), jednak ich wolumen był nieco (o 5,2%) niższy od zanotowanego w poprzednich sześciu miesiącach, zamykając się kwotą ponad 950 mln zł. W III kwartale br. obrót przekroczył 454 mln zł, co było wynikiem gorszym rok do roku o ponad 130 mln zł (spadek o 21,0%) oraz o ponad 42 mln zł gorszym w stosunku do II kwartału br. (minus 8,5%). Z perspektywy ostatnich pięciu kwartałów obroty na rynku wtórnym stabilizują się w przedziale pomiędzy 440, a 580 mln zł na kwartał (Wykres 10).

Wykres 10. Aktywność rynku wtórnego obligacji komercyjnych w okresie od III kwartału 2022 r. do III kwartału 2023 r.



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

Tabela 11. Obligacje o największym obrocie wtórnym w okresie II i III kwartału 2023 r.

Emitent	Wartość obrotu [mln zł]	Liczba transakcji	Udział w rynku [%]	Zmiana udziału [pp.]
Pekao	111,5	1 872	11,72	-1,9
Ghelamco Invest	81,9	3 023	8,61	0,7
PZU	74,0	311	7,79	0,8
Alior	65,5	1 999	6,88	-
Kruk	49,8	4 269	5,23	1,7
PKO	39,8	164	4,18	0,6
Cyfrowy Polsat	38,1	2 766	4,00	-0,5
KGHM	37,3	1 039	3,92	0,2
mBank	32,2	136	3,39	0,1
Enea	32,1	147	3,38	1,3
Polski Holding Nieruchomości	31,2	388	3,28	-0,1
Millenium	29,3	64	3,08	-0,1
Echo Investment	25,6	1 939	2,69	-0,7
Marvipol Development	20,9	780	2,20	1,6
Suma	707,5	18 897	70,36	-

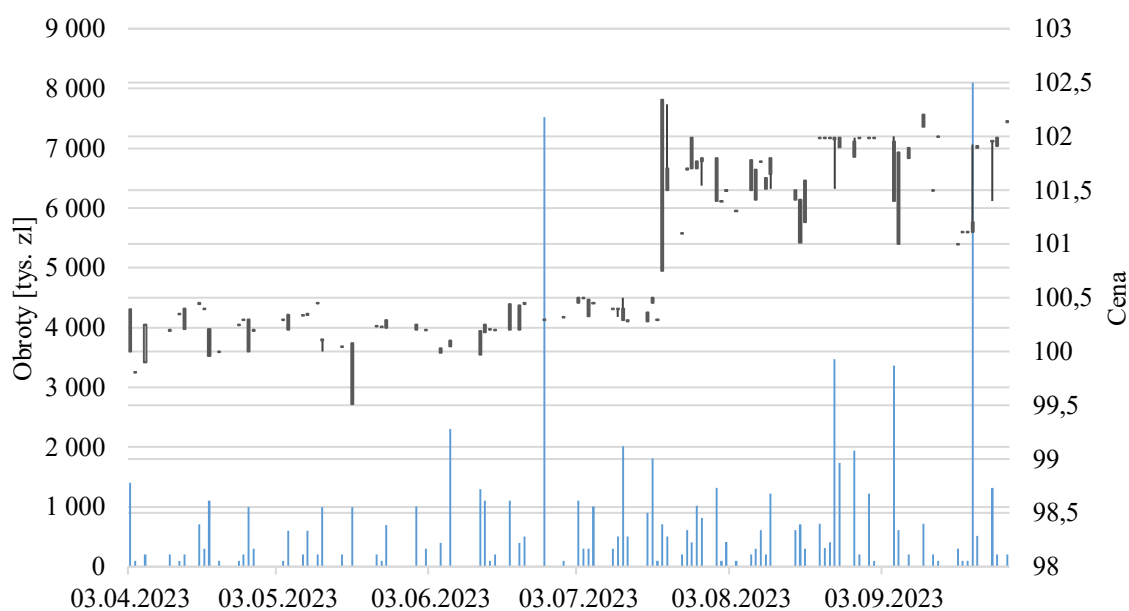
Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

Preferencje inwestorów co do wyboru kupowanych na wtórnym rynku papierów nie uległy w ostatnim półroczu istotnej zmianie. Nadal największą popularnością cieszą się papiery dłużne dużych państwowych spółek takich jak PKO, PZU, Pekao, Alior Bank, Enea, czy KGHM (co wskazywałoby na aktywność głównie funduszy inwestycyjnych), ale, co warto

odnotować, z półrocza na półrocze coraz większą popularnością cieszą się walory dużych przedsiębiorstw prywatnych, w szczególności deweloperów (Echo Investment, Ghelamco Invest Polski Holding Nieruchomości czy Marvipol Development). Wszystkie z wymienionych powyżej spółek zanotowały na swoich papierach obroty przekraczające 10 mln zł w III kwartale br.

Lider rynku, bank Pekao, który przewodzi stawce już po raz drugi, odnotował półroczny obrót sięgający ponad 110 mln zł, czyli ponad jedną dziesiątą rynku (11,72%). Jednostkowo najczęściej handlowanym papierem dłużnym była dziesięcioletnia obligacja PZU (PZU0727), której obrót w minionym półroczu wyniósł ponad 74 mln zł, co stanowiło 7,79% udziału w rynku. Pełną listę emitentów, którzy w ostatnim kwartale odnotowali obroty przekraczające 10 mln zł zamieszczono w Tabeli 11. Podmioty te wygenerowały niemal trzy czwarte (73,49%) obrotów rynku wtórnego w ostatnim kwartale i 70,36% obrotów półrocznych. Notowania PZU0727 w okresie analizowanego półrocza zilustrowano na Wykresie 11.

Wykres 11. Notowania obligacji PZU0727



Źródło: Biznesradar.pl.

Na wykresie widoczne są charakterystyczne punkty zwrotne: 26 czerwca oraz 21 września, charakteryzujące się gwałtownym wzrostem obrotów. W trakcie tych dwóch sesji zrealizowano obroty wynoszące ok. 15,5 mln zł, czyli ponad jedną piątą wartości transakcji całego półrocza. Wymienione anomalie nie miały powiązania ani z raportami giełdowymi

spółki, ani innymi czynnikami makroekonomicznymi, należy je zatem złożyć na karb decyzji dużych inwestorów o charakterze spekulacyjnym.

Poniżej przytoczono aktualne oceny nadane wybranym spośród najaktywniejszych na rynku Catalyst podmiotów przez najważniejsze agencje ratingowe analizujące wiarygodność kredytową emitentów obligacji (Tabela 12).

Tabela 12. Oceny ratingowe wybranych polskich emitentów

Emitent	Rating	Perspektywa	Wystawca
Pekao	BBB	stabilna	Fitch Ratings
	BBB+	stabilna	Standard & Poor's
	A2	stabilna	Moody's
PZU	A-	stabilna	Standard & Poor's
Alior	BB	stabilna	Fitch Ratings
	BB+	stabilna	S & P
	BB	pozytywna	Eurating
Kruk	BB	stabilna	Eurating
	BB-	stabilna	Standard & Poor's
	Ba1	stabilna	Moody's
PKO	A-	stabilna	Eurating
	A2/Prime 1	stabilna	Moody's
Cyfrowy Polsat	BB	stabilna	Standard & Poor's
	BB+	negatywna	Eurating
	BB	stabilna	Fitch Ratings
KGHM	BBB-	stabilna	Eurating
mBank	BBB-	stabilna	Fitch Ratings
	BBB	stabilna	Standard & Poor's
	BBB-	negatywna	Eurating
	Ba1	negatywna	Moody's
Enea	BBB	stabilna	Fitch Ratings
Millenium	BB-	negatywna	Eurating
	BB	pozytywna	Fitch Ratings
	Baa3	stabilna	Moody's

Źródło: obligacje.pl; www.eurating.com.

2) Zaangażowanie banków spółdzielczych, Uczestników Systemu Ochrony SGB, w instrumenty dłużne – dane zagregowane

Według stanu na koniec ostatniego kwartału sprawozdawczego zaangażowanie banków spółdzielczych – Uczestników Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB – w instrumenty dłużne kształtowało się tak, jak to przedstawiono w Tabeli 13.

Tabela 13. Struktura zaangażowania banków spółdzielczych, Uczestników Systemu Ochrony SGB, w papiery dłużne, na koniec września 2023 r.

Rodzaj lokaty	Wartość nominalna [tys. zł]	Udział [%]
bony pieniężne	7 059 120	67,14%
obligacje skarbowe	273 500	2,60%
obligacje komercyjne	21 270	0,20%
obligacje komunalne	121 159	1,15%
obligacje „państwowe”	3 039 700	28,91%
Suma	10 514 749	100,00%

Źródło: SGB-Bank SA.

Tabela 14. Emitenci obligacji przedsiębiorstw utrzymywanych przez banki spółdzielcze, Uczestników Systemu Ochrony SGB, na koniec września 2023 r.

Emitent	Zaangażowanie w zł
Enea SA	1 931 054
IT Card SA	2 000 000
Orlen SA	10 538 494
SGB Leasing sp. z o.o.	6 800 000
Suma	21 269 548

Źródło: Sprawozdania NB300.

Zaangażowanie w papiery nieskarbowe jest w sprawozdawczości zawyżane, jako że obligacje Polskiego Funduszu Rozwoju (o symbolach PFR) a także Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (o symbolach FPC) są wykazywane jako „papiery komercyjne”. Stąd w raporcie wykazano je pod osobną kategorią – obligacje „państwowe”. Uwidacznia się dysproporcja w zaangażowaniu w instrumenty dłużne na korzyść obligacji i innych papierów dłużnych zabezpieczonych przez Skarb Państwa, które stanowią niemalże 99% tego portfela.

Zaangażowanie w papiery korporacyjne ograniczyło się – podobnie jak w poprzednich kwartałach – do marginalnej liczby korporacyjnych papierów dłużnych, z czego niemal jedną trzecią stanowiły obligacje spółki zależnej od SGB-Banku. Konkludując: pozostałe instrumenty dłużne to właściwie jedynie zaangażowanie w obligacje samorządowe – jego wysokość wynosiła około 120 mln zł, czyli nieco ponad 1,0% portfela papierów dłużnych.

Tabela 15. Emitenci obligacji komunalnych, utrzymywanych przez banki spółdzielcze, Uczestników Systemu Ochrony SGB, na koniec września 2023 r.

Emitent	Wartość nominalna [zł]	Liczba Uczestników Systemu Ochrony SGB
Pelplin	14 950 000	3
Sierakowice	14 140 000	6
Ścinawa	10 000 000	1
Wągrowiec	7 000 000	1
Lubraniec	6 250 000	1
Kotła	5 600 000	1
Czarna Woda	5 550 000	1
Powiat Czarnkowsko - Trzcianecki	5 300 000	2
Powiat Żnin	3 650 000	3
Pniewy	3 400 000	2
Białogard	3 350 000	2
Szemud	3 200 000	2
Powiat Kościan	3 000 000	3
Września	3 000 000	1
Sława	2 800 000	1
Gródek	2 737 000	2
Nakło	2 500 000	2
Pajęczno	2 400 000	1
Dygowo	2 287 000	3
Biesiekierz	2 200 000	1
Nowe	2 100 000	2
Środa Wielkopolska	2 002 000	1
Odolanów	1 200 000	2
Sulęczy	1 200 000	2
Czempin	1 000 000	1
Leszno	1 000 000	1
Kcynia	1 000 000	1
Czaplinek	1 000 000	1
Nieszawa	910 000	2
Działoszyn	900 000	1
Morzeszczyn	850 000	1
Wschowa	800 000	1
Stare Miasto	703 000	1
Sławoborze	500 000	1
Warlubie	500 000	1
Damnica	500 000	1
Kuślin	450 000	1
Aleksandrów Kujawski	430 000	1
Miedzichowo	300 000	1
Lubiewo	250 000	1
Bełżec	250 000	1

Źródło: sprawozdania NB300.

Na zaangażowanie w papiery komunalne składały się inwestycje 19 banków spółdzielczych w obligacje 41 emitentów reprezentujących samorządy szczebla gminnego, miejskiego i powiatowego. Papiery 15 emitentów znalazły się w portfelach więcej niż jednego banku, w przypadku pięciu emitentów nabywcą były nie mniej niż trzy 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 2023 r. wyniosła 14 140 tys. zł i była niższa tylko od wartości posiadanych przez trzy banki obligacji Gminy Pełplin (14 950 tys. zł).

Na trzecim miejscu w tej klasyfikacji znalazła się Gmina Ścinawa, której obligacje posiadał co prawda tylko jeden bank, ale ich wartość nominalna sięgnęła 10 mln zł. Ranking pięciu emitentów obligacji JST o największym udziale w portfelu banków spółdzielczych uzupełniały: Miasto Wągrowiec (7 000 tys. zł) i Gmina Lubraniec (6 250 tys. zł) – każda z tych obligacji znalazła jednego nabywcę. W sumie obligacje tych 5 emitentów – o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 52 340 tys. zł – stanowiły 43,2% portfela obligacji komunalnych obecnych na koniec III kwartału 2023 r. w aktywach banków spółdzielczych.

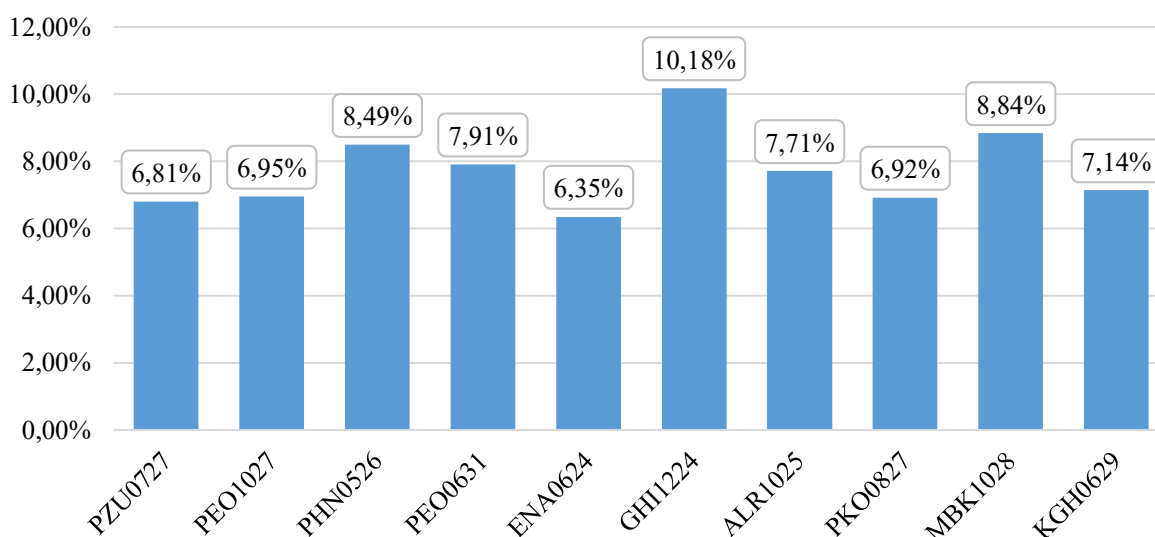
W stosunku do końca marca br. struktura portfela JST w zasadzie się nie zmieniła, miejsca w pierwszej piątce zachowali trzej emitenci (Pełplin, Sierakowice, Lubraniec). Dwaj pierwsi utrzymali pozycje pierwszą i drugą, Lubraniec zajął tym razem miejsce piąte, został wyprzedzony przez debiutujących w zestawieniu emitentów Ścinawę i Wągrowiec. Wykaz całego portfela obligacji samorządowych będących w posiadaniu banków z Grupy SGB przedstawiono w Tabeli 15.

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 rozdziale 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 ok. 6,5 % do ponad 10% (Wykres 12).

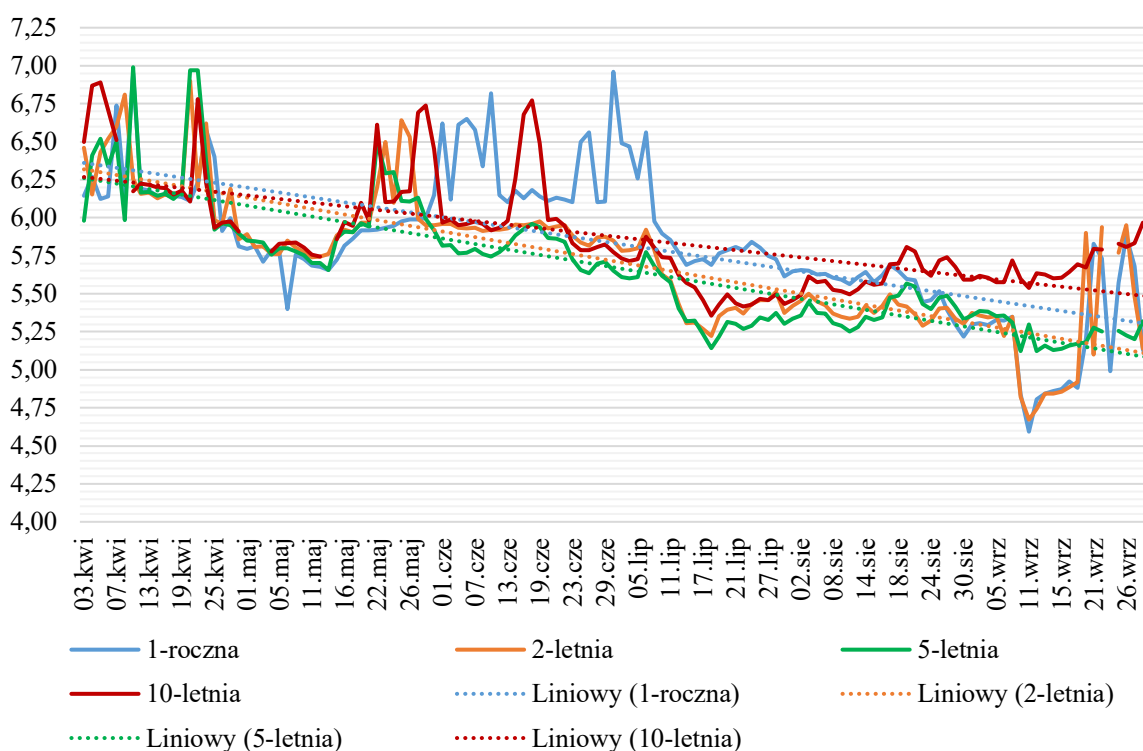
Wykres 12 Rentowność do wykupu na dzień 30.09.2023 r. dla obligacji o największym obrocie w III kwartale 2023 r.



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

Długoterminowe obligacje skarbowe oferowały w tym czasie nieco niższą rentowność (o 0,5 do ponad 4 punktów procentowych). Na dzień 30.09.2023 r. rentowność obligacji 10-letnich ukształtowała się na poziomie ok. 5,899%. Rok wcześniej spread pomiędzy rentownością papierów skarbowych i komercyjnych był istotnie wyższy (wynosił od 2 do 7 p.p.). Spadek rentowności obligacji przedsiębiorstw był zatem głębszy w ostatnich 12 miesiącach niż obligacji skarbowych. Niższy spread był najprawdopodobniej wynikiem zwiększonego popytu (o czym wspomniano już we wcześniejszej części raportu).

Wykres 13. Rentowność obligacji skarbowych w okresie od kwietnia do października 2023 r.



Źródło: Reuters.

W analizowanym okresie zauważalny był trend spadkowy rentowności obligacji skarbowych, który największe nachylenie notował dla obligacji o zapadalności dwu i pięcioletniej – obligacje najkrótsze i najdłuższe odnotowały mniejsze średnie spadki, choć można było w opisywanym półroczu wyróżnić kilka okresów większej zmienności ich cen. W efekcie obligacja jednoroczna na koniec września oferowała rentowność rzędu 5,0%, tj. zaledwie o 1,15 p.p. niższą niż na początku kwietnia, obligacja 10-letnia straciła w tym czasie o połowę mniej, czyli ok. 58 p.b. Tymczasem obligacja dwuletnia straciła 1,2 p.p. a pięcioletnia 72 p.b. Skutkiem opisanych zmian było wyraźne „rozwarstwienie” rentowności, które jeszcze pół roku wcześniej mieściło się w wąskim przedziale 5,98–6,50%. Tymczasem na koniec września przedział ten miał już prawie dwukrotnie większą szerokość (4,99–5,92%). Największy rozrzut rentowności odnotowano w pierwszych trzech tygodniach kwietnia, w czerwcu oraz drugiej połowie września. Zmiany te można powiązać z decyzjami RPP, które zaskakiwały inwestorów (Wykres 13).

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 2023 r. najważniejsze globalne indeksy giełdowe podzieliły się na dwie grupy: europejskie (FTSE100, DAX i CAC40) zakończyły półrocze na niewielkim minusie, znajdując się w określanym tak przez analityków tzw. „trendzie bocznym” – różnica procentowa pomiędzy wartością maksymalną a minimalną w żadnym z wymienionych przypadków nie przekroczyła w tym okresie 10,0%. Natomiast indeksy amerykańskie i japoński do lipca włącznie notowały silne wzrosty, które miały procentowo wymiar dwucyfrowy licząc od najniższych kursów odnotowanych w pierwszym miesiącu tego półrocza. W ostatnich dwóch miesiącach roku weszły one w fazę korekty, jednak jej skala do końca września nie zniósła całej fali wzrostowej, co pozwoliło zakończyć im cały sześciomiesięczny okres na plusach – w dwóch przypadkach (Nasdaq, Nikkei) zyski wyniosły ponad dziesięć procent.

Indeks WIG20 był tym razem silniej skorelowany z indeksami spoza Europy – jego zachowanie odzwierciedlała „superpozycja” indeksów Nikkei oraz S&P. Minimum 1 745 pkt. osiągnął on w tym samym dniu co Nikkei tj. 6 kwietnia, natomiast maksimum, wynoszące 2 194 pkt. jednocześnie z S&P (31 lipca). Półrocze WIG20 zakończył na niemal ośmioprocentowym plusie wobec początku kwietnia.

Wykres 14. Wartość indeksu WIG20 w II i III kwartale 2023 r.



Źródło: GPW.pl.

Tabela 16. Zmiany wybranych indeksów giełdowych w II i III kwartale 2023 r.

NAZWA INDEKSU	NASDAQ100	S&P500	FTSE250	DAX	NIKKEI225	CAC40	WIG20
Kurs Otwarcia	13 148	4 125	7 673	15 581	28 188	7 346	1 776
Kurs Maksymalny	15 841	4 589	7 914	16 470	33 753	7 577	2 194
Data	18.07.2023	31.07.2023	21.04.2023	28.07.2023	03.07.2023	21.04.2023	31.07.2023
Kurs Minimalny	12 725	4 056	7 257	15 217	27 473	7 072	1 754
Data	25.04.2023	26.04.2023	07.07.2023	27.09.2023	06.04.2023	27.09.2023	06.04.2023
Kurs Zamknięcia	14 715	4 288	7 608	15 387	31 858	7 135	1 916
Δ 1	1 567	164	-65	-194	3 669	-211	140
Δ 2	11,92%	3,97%	-0,85%	-1,25%	13,02%	-2,87%	7,86%
Δ 3	3 116	533	657	1 252	6 281	505	439
Δ 4	24,49%	13,14%	9,06%	8,23%	22,86%	7,14%	25,04%

Δ 1 Zmiana zamknięcie - otwarcie [wartość]

Δ 2 Zmiana Δ 1/otwarcie [%]

Δ 3 Zmiana maksimum - minimum [wartość]

Δ 4 Zmiana Δ 3/minimum [%]

Źródło: investing.com, obliczenia własne.

2) Rynek funduszy inwestycyjnych

Aktywa zarządzane przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych – podobnie do dłużnych papierów komercyjnych – stanowią margines w globalnej sumie bilansowej Uczestników Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB i ograniczają się do jednostek uczestnictwa funduszy zarządzanych przez Generali Investment TFI SA, którym jest 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. Jednostki uczestnictwa tego funduszu znalazły się w aktywach 12 banków spółdzielczych, a ich łączna kwota wyniosła 68,3 mln zł.

Tabela 17. Stopy zwrotu funduszu SGB Dłużny SFIO według stanu w dniu 29.09.2023 r.

Wyszczególnienie	1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Stopa zwrotu	0,39%	+2,28%	+4,54%	+10,26%	+14,87%	-8,03%	-8,94%
Średnia w grupie	+0,16%	+1,88%	+4,54%	+9,86%	+15,06%	-4,93%	-5,86%
Pozycja w grupie	9/29	7/29	15/29	8/29	13/29	21/28	19/26

Źródło: Analizy.pl.

W okresie ostatnich miesięcy SGB Dłużny SFIO odnotował pozytywne wyniki – średnio- i krótkoterminowe (do 12 miesięcy) stopy zwrotu były dodatnie, a ich wymiar plasował fundusz powyżej przeciętnej wyników osiąganych przez dostępne na rynku fundusze o porównywalnych strategiach inwestycyjnych.

Opracowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zweryfikowali: Marta Grygier, Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zaakceptował: Michał Jurek