



# **Raport rynkowy**

## **nr 1/2024**

Poznań, kwiecień 2024 r.

## Spis treści

1. Streszczenie.....	3
2. Uwarunkowania makroekonomiczne .....	8
3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym .....	14
4. Analiza portfeli dłużnych papierów komercyjnych w posiadaniu banków spółdzielczych .....	24
1) Sytuacja na rynku komercyjnych dłużnych papierów wartościowych .....	24
2) Zaangażowanie banków spółdzielczych, Uczestników Systemu Ochrony SGB, w instrumenty dłużne – dane zagregowane.....	43
5. Porównanie efektywności wybranych do analizy obszarów inwestycyjnych dostępnych na rynku .....	46
1) Rynek obligacji i rynek akcji.....	46
2) Rynek funduszy inwestycyjnych .....	50

## 1. Streszczenie

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

\*\*\*

Aktywność gospodarcza na świecie pozostała nadspodziewanie trwała i odporna na zaburzenia. Nie zakłócił jej proces dezinflacji, który trwa od 2022 r., ani też podwyżki podstawowych stóp procentowych przez władze monetarne. Tempo wzrostu gospodarczego na świecie, oscylujące wokół 3,0%, jest jednak słabsze od średniej długookresowej. Oddziałują nań niekorzystne czynniki o oddziaływaniu krótko- i długookresowym. Do pierwszych z nich należy zaliczyć ograniczanie programów wsparcia fiskalnego oraz utrzymywanie się podwyższonych kosztów finansowania. Natomiast w sposób długofalowy globalną aktywność gospodarczą ograniczają wojna Rosji z Ukrainą, słaby wzrost produktywności oraz narastająca polityczna i gospodarcza fragmentacja. Ograniczają bowiem sprawny przepływ kapitału i siły roboczej do tych działalności, które są najbardziej produktywne.

W Polsce koniunktura gospodarcza poprawia się, ale jest wciąż krucha. W IV kwartale 2023 r. nastąpił wzrost PKB, który w skali roku wyniósł tylko 1,0%. Głównymi czynnikami, stymulującymi tempo zmian PKB w ostatnim kwartale minionego roku, były wymiana zagraniczna i inwestycje. Dodatni wkład do tempa zmian PKB wniosło też spożycie publiczne. O słabości popytu krajowego przesądziło jednak zahamowanie spożycia indywidualnego, a także trwająca w przedsiębiorstwach od początku 2023 r. redukcja stanu zapasów.

W 2023 r. średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych, choć niższy, niż w 2022 r., to był dwucyfrowy i wyniósł 11,4%. Dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych była zarazem niższa niż dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw. Jego siła nabywcza zwiększyła się dzięki temu o 0,5%.

Zgodnie z opublikowanym przez GUS szacunkiem ceny dóbr i usług konsumpcyjnych zwiększyły się w marcu 2024 r. już tylko o 2,0% r/r. Oznacza to, że inflacja, mierzona wskaźnikiem CPI, znalazła się w celu inflacyjnym. Marcowy odczyt wskaźnika CPI okazał się zarazem najniższy od marca 2019 r., czyli od pięciu lat. Przyczyną tak niskiego odczytu był efekt wysokiej bazy odniesienia sprzed roku, jednak na obniżenie dynamiki cen wpłynęły też taniejąca żywność i nośniki energii.

Już w kolejnych miesiącach można się spodziewać wyższych niż marcowy odczytów wskaźnika CPI. Z jednej strony, będą na to wpływać działania rządu, regulujące ceny administracyjne, w tym przywrócenie 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe od 1 kwietnia, a także przygotowywane obecnie przez Ministerstwo Klimatu i Środowiska zasady uwolnienia cen energii, gazu oraz ciepła od drugiej połowy 2024 r. Z drugiej strony, nasili się inflacyjne oddziaływanie czynników popytowych, związanych z poprawą koniunktury oraz wzrostem transferów socjalnych.

W 2024 r. można się też spodziewać przyspieszenia tempa wzrostu PKB. Zwiększenie transferów socjalnych wesprze dochody rozporządzalne gospodarstw domowych i aktywność zakupową konsumentów. Konsumpcję będzie też stymulować stabilna sytuacja na rynku pracy i wysoka dynamika płac nominalnych, przewyższająca dynamikę cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Inwestycje będzie natomiast stymulować napływ środków unijnych, zwłaszcza że z końcem lutego Komisja Europejska odblokowała ok. 137 mld euro dla Polski, pochodzących z KPO i funduszy spójności. Przy założeniu utrzymania się obecnej sytuacji, obserwowanej w wymianie międzynarodowej, umożliwi to wzrost PKB w 2024 r. o ok. 3,0%. Aktywność gospodarczą może jednak ograniczyć wyższa niż obecnie inflacja, rosnąca wskutek stopniowego odchodzenia od stosowanych obecnie rozwiązań osłonowych dla konsumentów.

Głównym zewnętrznym czynnikiem ryzyka 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. Do zewnętrznych czynników ryzyka należy też zaliczyć słabą koniunkturę w strefie euro, a zwłaszcza w Niemczech, będących głównym odbiorcą naszego eksportu.

Władze monetarne największych gospodarczo krajów świata przyjęły pozycję wyczekującą. W Stanach Zjednoczonych Federalny Komitet Otwartego Rynku utrzymuje stopę funduszy federalnych bez zmian, w przedziale 5,25–5,50%, od lipca 2023 r. Z kwartalnych projekcji makroekonomicznych członków Komitetu, opublikowanych w marcu, wynika, że większość z nich zakłada redukcję stopy funduszy federalnych o 75 p.b. w 2024 r.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) ostatni raz podwyższyła podstawowe stopy procentowe w strefie euro we wrześniu 2023 r. Podstawowa stopa operacji refinansujących wynosi od tamtego czasu 4,5%. Po marcowym posiedzeniu Rady prezes EBC, Ch. Lagarde, stwierdziła, że jest zgoda co do tego, że bieżąca inflacja zmierza do celu inflacyjnego (2,0%). Jednocześnie poinformowała, że Rada nie będzie czekać z obniżkami podstawowych stóp procentowych EBC do osiągnięcia celu inflacyjnego. Oznacza to, że do obniżki stóp może dojść w połowie 2024 r. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że według

zapisu dyskusji po marcowym posiedzeniu członkowie Rady Prezesów uznali, iż jest coraz więcej argumentów za podjęciem decyzji o obniżeniu podstawowych stóp procentowych.

Niektóre banki centralne już rozpoczęły lub przygotowują się do rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Szwajcarski Bank Narodowy ostatnią podwyżkę stopy referencyjnej o 25 p.b. (do 1,75%) przeprowadził w czerwcu 2023 r. Jednak na posiedzeniu w marcu 2024 r. podjęto nieoczekiwaną przez rynek decyzję o obniżeniu tej stopy o 25 p.b., do 1,5%. W komunikacie, wydanym po posiedzeniu, stwierdzono, że złagodzenie polityki pieniężnej było możliwe, ponieważ inflacja trwale osiągnęła cel banku centralnego. Natomiast władze monetarne w Szwecji podczas marcowego posiedzenia zakomunikowały, że pierwsza obniżka podstawowych stóp procentowych w tym kraju nastąpi w maju lub czerwcu 2024 r.

Rada Czeskiego Banku Narodowego również rozpoczęła łagodzenie polityki pieniężnej. W marcu dokonano obniżki stopy referencyjnej o 50 p.b., do poziomu 5,75%. Można spodziewać się kolejnych redukcji stóp procentowych w kolejnych miesiącach, mimo że Rada ostrożnościowo deklaruje utrzymanie restrykcyjności polityki pieniężnej. Za to Rada Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Węgier na kwietniowym posiedzeniu podjęła decyzję o obniżce stopy referencyjnej o 50 p.b., do poziomu 7,75%. Cykl łagodzenia polityki pieniężnej na Węgrzech trwa od października 2023 r., a kwietniowa obniżka była siódmą w tym cyklu.

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 posiedzeniach we wrześniu i październiku 2023 r., Rada zdecydowała o obniżeniu stopy referencyjnej do 5,75%. Na tym minicykl łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce został zakończony. Na konferencji prasowej po lutowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej prezes NBP, A. Głapiński, uznał, że jego zdaniem do końca bieżącego roku, ceteris paribus, nie uformuje się większość zdolna do przegłosowania wniosku o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP. Natomiast już w kwietniu wiceprezes NBP M. Kightley stwierdziła w wypowiedzi dla PAP, że obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni i trudno dostrzec możliwość ich obniżki w 2024 r.

W rezultacie stopniowego znoszenia tzw. tarcz antyinflacyjnych w drugiej połowie roku można ponownie spodziewać się odczytów wskaźnika CPI, które w ujęciu rocznym wykroczą poza górne pasmo przedziału dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego w Polsce. Cel ten jest określony jako 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłeń o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego w średnim okresie. W tej sytuacji, ceteris paribus, RPP zapewne odsunie w czasie termin rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej do 2025 r.

Od początku roku trwa proces umacniania się polskiego złotego. Odblokowanie środków z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO) oraz z funduszy spójności wraz z oczekiwaniami obniżek podstawowych stóp procentowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych stanowiły wsparcie dla polskiej waluty. Ustabilizowało się zarazem ryzyko geopolityczne, wynikające z wojny Rosji z Ukrainą. Od końca września 2023 r. złoty umocnił się o ok. 10,0% w stosunku do amerykańskiego dolara i o 8,0% w stosunku do euro. Do pewnej przeceny doszło w połowie kwietnia, a jej przyczyną był wzrost ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie i atak Iranu na Izrael.

Przełamywanie kolejnych poziomów oporu i dalsza aprecjacja złotego na rynku walutowym może być utrudniona, i to mimo odsunięcia w czasie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że władze monetarne głównych banków centralnych, choć nie wycofują się z zapowiedzi zmiany nastawienia w polityce pieniężnej, to starają się tonować rynkowe oczekiwania znacznych i skumulowanych w krótkim czasie obniżek podstawowych stóp procentowych. Jednak scenariusz długotrwałej deprecjacji wydaje się obecnie mało prawdopodobny, ponieważ redukcje podstawowych stóp procentowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w warunkach stabilizacji tychże w Polsce będą zwiększać atrakcyjność rodzimej waluty i jej wykorzystanie w transakcjach *carry trade*.

Przedstawione czynniki oddziałują również na rynek długu. Notowania polskich SPW na rynku wtórnym w ostatnim półroczu były dość stabilne, pozostając w przedziale 5,0–5,45% w przypadku obligacji 2- i 5-letnich. Krzywa dochodowości pozostaje wypłaszczona. W najbliższym czasie można się spodziewać stabilizacji tych notowań.

W dłuższym okresie na wycenę SPW będą pozytywnie wpływać narastające oczekiwania na obniżki podstawowych stóp procentowych NBP. Brak realizacji tego scenariusza, dla którego główne zagrożenie stanowi uporczywość inflacji bazowej i odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, może doprowadzić do przejściowych, aczkolwiek znacznych zmian wycen aktywów na rynku finansowym.

Polski rynek finansowy pozostanie więc wrażliwy na nagłe zaburzenia. Okresy szybkiego narastania niepewności mogą powodować silne krótkookresowe wahania notowań na rynku walutowym i rynku obligacji, pod wpływem podwyższonej mobilności kapitału i jego odpływu do tzw. bezpiecznych przystani.

\*\*\*

W minionym półroczu na rynku publicznym nieskarbowych papierów dłużnych utrwaliły się tendencje wzrostowe. W porównaniu do końca pierwszego kwartału roku

ubiegłego wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła znacząco, o 15,3 mld zł tj. o 31,7%. W okresie półrocza wzrost wyniósł 6,6 mld zł (11,5%), a od początku obecnego roku – blisko 3,0 mld zł (4,9%). Wolumen korporacyjnych obligacji złotych powiększył się w skali roku o 9,1 mld zł, a o 4,2 mld zł (1,1 mld euro) przyrósł dług przedsiębiorstw nominowany w euro, co można przypisywać także ponad 8,0% aprecjacji złotego wobec euro w ciągu tego okresu. O 2,0 mld zł zwiększył się rynek obligacji komunalnych. Liczba emitentów wzrosła w ciągu roku o dwóch (w ciągu ostatniego półrocza – o sześciu), a liczba uplasowanych serii obligacji wzrosła o 121 w skali roku (przyrost o 25,7%).

Aktywność rynku wtórnego tradycyjnie ograniczyła się do obligacji komercyjnych. Pomędzy 1 października 2023 r. a 1 kwietnia 2024 r. zawarto niemal 31,6% transakcji więcej niż w poprzednim półroczu (50 818 vs 38 601), a wartość obrotów przekroczyła 1,1 mld zł, co oznaczało niemal 20,0% wzrost wobec poprzedniego półrocza. Z perspektywy ostatnich pięciu kwartałów obroty na rynku wtórnym stabilizują się na poziomie nieco wyższym od 500 mln zł na kwartał. W pierwszej piątce emitentów o największym obrocie znalazły się zaledwie dwie państwowe korporacje finansowe PZU i Pekao. Coraz większą popularność zdobywały walory dużych przedsiębiorstw prywatnych. Na szczególną uwagę, obok takich spółek, jak Kruk czy Cyfrowy Polsat, zasługuje rosnące zainteresowanie obligacjami deweloperów.

W okresie półrocza od października 2023 r. do kwietnia 2024 r. najważniejsze globalne indeksy giełdowe były skorelowane niemal w stu procentach, wszystkie osiągały minima i maksima w tym samym – niemal co do dnia – czasie. Wszystkie też kontynuowały hossę, co pozwoliło zakończyć im cały sześciomiesięczny okres na plusach – w czterech przypadkach (za wyjątkiem Londynu i Paryża) zyski wyniosły ponad dwadzieścia procent.

Od początku obecnej hossy liczonej od minimum, z końca września półtora roku temu, indeks WIG20 zyskał już ponad 80,0%. Ostatnie półrocze, obejmujące ostatni kwartał 2023 r. i pierwszy kwartał obecnego roku WIG20 zakończył na bardzo solidnym, ponad 30-procentowym, plusie – był to wynik lepszy o kilka punktów procentowych od wyników osiągniętych przez indeksy największych giełd światowych w Tokio i Nowym Jorku i znacznie lepszy od pozostałych parkietów europejskich.

W okresie ostatnich miesięcy SGB Dłużny SFIO odnotował pozytywne wyniki – krótko i średnioterminowe (do 24 miesięcy włącznie) stopy zwrotu były dodatnie, jednak na tle innych funduszy o porównywalnym profilu nie były to wyniki wyróżniające się in plus. Jedynie w dwóch horyzontach czasowych – trzymiesięcznym i rocznym – fundusz wykazywał stopy zwrotu wyższe od przeciętnych.

## 2. Uwarunkowania makroekonomiczne

Z kwartalnego przeglądu Międzynarodowego Funduszu Walutowego, dotyczącego sytuacji makroekonomicznej na świecie, wynika, że aktywność gospodarcza na świecie pozostała nadspodziewanie trwała i odporna na zaburzenia. Nie zakłócił jej proces dezinflacji, który trwa od 2022 r., ani podwyżki podstawowych stóp procentowych przez władze monetarne. Rynki pracy pozostały stabilne, a konsumpcję podtrzymywało wykorzystanie oszczędności, zakumulowanych przez obywateli i przedsiębiorstwa w czasie pandemii COVID-19.

Pomimo tych pozytywnych zjawisk, tempo wzrostu gospodarczego na świecie, oscylujące wokół 3,0%, pozostaje słabsze od średniej długookresowej. Jest to spowodowane niekorzystnym oddziaływaniem czynników, wpływających na gospodarkę w krótkim i długim okresie. Do pierwszych z nich należy zaliczyć zacieśnienie polityki fiskalnej oraz utrzymywanie się podwyższonych kosztów finansowania. Natomiast w sposób długofalowy aktywność gospodarczą ograniczają wojna Rosji z Ukrainą, słaby wzrost produktywności i narastająca polityczna i gospodarcza fragmentacja. Ogranicza to sprawny przepływ kapitału i siły roboczej do tych działalności, które są najbardziej produktywne.

Według analityków MFW, bilans ryzyka dla światowej koniunktury jest neutralny. W kierunku jej pogorszenia oddziałują napięcia geopolityczne, głównie na Bliskim Wschodzie, a także wciąż wysokie stopy procentowe, oddziałujące negatywnie na wycenę aktywów i hamujące akcję kredytową, tym silniej, że w warunkach malejącej inflacji w wielu krajach ukształtowały się realne dodatnie stopy procentowe. Dodatkowy czynnik ryzyka wynika z prawdopodobnego braku synchronizacji planowanego rozpoczęcia i realizacji cykli łagodzenia polityki pieniężnej przez główne banki centralne, co może wywołać gwałtowne dostosowania na rynku walutowym. Z kolei szybkie wycofanie się programów wsparcia fiskalnego i ewentualne podwyżki podatków mogą spowolnić aktywność gospodarczą i ograniczyć społeczne poparcie dla niezbędnych reform gospodarczych. Swoistym czynnikiem ryzyka pozostaje sytuacja na rynku nieruchomości w Chinach. Załamanie na tym rynku może rozprzestrzenić się w postaci zaburzenia, dotyczącego partnerów handlowych Państwa Środka.

Z drugiej jednak strony, polityka fiskalna w wielu krajach pozostaje mniej restrykcyjna, niż wymaga tego sytuacja, stymulując w krótkim okresie wzrost gospodarczy. Nie jest też wykluczone, że proces dezinflacji będzie nadal przebiegać szybciej od oczekiwań, co umożliwi szybsze łagodzenie polityki pieniężnej.

W Polsce koniunktura gospodarcza jest wciąż niepewna. Według wstępnego szacunku Głównego Urzędu Statystycznego (GUS) produkt krajowy brutto w 2023 r. był realnie wyższy



o 0,2% r/r. W IV kwartale 2023 r. nastąpił wzrost PKB, który w skali roku wyniósł 1,0%. Głównymi czynnikami, stymulującymi tempo zmian PKB w ostatnim kwartale 2023 r., były wymiana zagraniczna i inwestycje. Dodatni wkład w tempie zmian PKB miało też spożycie publiczne. O słabości popytu krajowego przesądziło jednak zahamowanie spożycia indywidualnego, a także trwająca w przedsiębiorstwach od początku 2023 r. redukcja stanu zapasów.

W 2023 r., jak wynika z oszacowań GUS, po znacznym wzroście w dwóch poprzednich latach, odnotowano spadek produkcji sprzedanej w przemyśle. W przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób produkcja sprzedana przemysłu w 2023 r. była o 1,5% niższa niż w roku poprzednim (w 2022 r. wzrost wyniósł 10,2%). Już w marcu 2024 r. według oszacowania GUS zmniejszyła się ona jednak o 6,0% r/r. Po wyeliminowaniu sezonowości produkcja okazała się niższa o 3,9% r/r i o 5,5% m/m. Produkcja przetwórstwa przemysłowego była mniejsza o 6,3% r/r. We wszystkich głównych grupowaniach przemysłowych obserwowano spadek produkcji. Był on najgłębszy w produkcji dóbr: zaopatrzeniowych (o 8,9%), konsumpcyjnych trwałych (o 7,1%) i inwestycyjnych (o 6,3%). W ujęciu rocznym spadek produkcji (w cenach stałych) odnotowano w 26 (spośród 34 i wobec 10 miesiąc temu) działach, m.in. w produkcji urządzeń elektrycznych, metali i wyrobów z metali, maszyn i urządzeń oraz mebli. Wzrost wystąpił w 8 działach, m.in. produkcji chemikaliów i wyrobów chemicznych.

Według GUS zrealizowana w 2023 r. produkcja budowlano-montażowa, zrealizowana przez przedsiębiorstwa budowlane o liczbie pracujących powyżej 9 osób, zwiększyła się o 5,0%. Było to mniej niż w 2022 r., kiedy wzrost wyniósł 6,2%. W skali roku odnotowano wzrost produkcji budowlano-montażowej w zakresie robót inwestycyjnych – o 30,0% – oraz spadek w zakresie robót remontowych – o 28,3% (w 2022 r. zaobserwowano wzrosty odpowiednio o 1,1% oraz 13,9%). Szczególnie silnie wzrosła produkcja w budowie obiektów inżynierskich, co było efektem realizacji inwestycji finansowanych ze środków kończącej się w ubiegłym roku perspektywy budżetowej UE. Tendencje te utrzymały się na początku 2024 r.

W 2023 r. wśród przedsiębiorstw specjalizujących się w budowie budynków produkcja budowlano-montażowa obniżyła się w podstawowej grupie działu, tj. w jednostkach zajmujących się głównie wznoszeniem budynków mieszkalnych i niemieskalnych (o 6,1%). W dużym stopniu wzrosła ona natomiast w podmiotach zajmujących się głównie realizacją projektów związanych ze wznoszeniem budynków (o 32,7%). Aktywność projektowa jest odzwierciedleniem z jednej strony oczekiwania na napływ środków z Krajowego Planu

Odbudowy i Zwiększania Odporności, a z drugiej – reakcji deweloperów na zwiększenie popytu na mieszkania pod wpływem programu „Bezpieczny Kredyt 2,0%”.

Sytuacja w budownictwie mieszkaniowym w 2023 r. była słaba. Nastąpił spadek liczby mieszkań oddanych do użytkowania. Zmniejszyła się też liczba mieszkań, na budowę których wydano pozwolenia lub dokonano zgłoszenia z projektem budowlanym oraz mieszkań, których budowę rozpoczęto. W całym minionym roku oddano do użytkowania 220,4 tys. mieszkań, i było to o 7,6% mniej w porównaniu z 2022 r. Liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę mieszkań (161,8 tys.) była niższa o 20,6%, a dla inwestorów indywidualnych (72,5 tys.) – o 19,0%. Deweloperzy rozpoczęli budowę 189,1 tys. mieszkań (o 5,6% mniej), a inwestorzy indywidualni 69,6 tys. (o 15,3% mniej).

W I kwartale 2024 r. oddano do użytkowania 48,8 tys. mieszkań, i było to o 11,9% r/r mniej. W samym marcu 2024 r. w ujęciu rocznym liczba mieszkań oddanych do użytkowania była niższa o 12,4% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 29,4 tys. mieszkań (o 4,0% r/r mniej), natomiast inwestorzy indywidualni – 18,2 tys. mieszkań (o 22,5% r/r mniej). Liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (50,0 tys.) była jednak wyższa o 44,6% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (17,6 tys.) – o 12,7% r/r. Deweloperzy rozpoczęli budowę 42,0 tys. mieszkań (o 79,3% r/r więcej), a inwestorzy indywidualni – 17,0 tys. (o 16,1% r/r więcej), co sygnalizuje powolne ożywienie.

Koniunktura w budownictwie mieszkaniowym jest sprzężona z sytuacją deweloperów, która warunkuje sytuację finansową podmiotów wykończeniowych. Koniec minionego roku przyniósł poprawę w tym zakresie. Było to spowodowane wzrostem popytu na mieszkania pod wpływem uruchomionego w lipcu 2023 r. programu „Bezpieczny Kredyt 2,0%”. Od września 2023 r. trwa stopniowa odbudowa podaży, dzięki zwiększonej aktywności deweloperów na rynku. Osiągnięcie równowagi pomiędzy popytem a podażą na mieszkania będzie jednak wymagać czasu. Na możliwość wprowadzenia do oferty nowych projektów wpływa też stan banków ziemi, które deweloperzy będą mogli uruchomić.

Koniunktura w rolnictwie, choć nie jest korzystna, to ustabilizowała się. Problemem dla rolników są malejące ceny podstawowych produktów rolnych. W lutym 2024 r. okazały się one niższe o 0,1% m/m i o 15,1% r/r. W skali roku nastąpił spadek cen skupu oraz cen na targowiskach wszystkich produktów rolnych, z wyjątkiem żywca wołowego na targowiskach oraz ziemniaków.

Wysoka inflacja, wraz z ograniczeniem dostępności kredytu wskutek wysokich kosztów obsługi zadłużenia, skutkowały zahamowaniem dynamiki konsumpcji. W 2023 r. odnotowano spadek sprzedaży detalicznej, po wzroście w dwóch poprzednich latach. Według wstępnych

szacunków GUS w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących powyżej 9 osób sprzedaż detaliczna w 2023 r. zmniejszyła się o 2,7% w porównaniu do 2022 r. (wobec wzrostu o 5,0% w 2022 r.). Duże spadki sprzedaży notowano w grupie „meble, rtv, agd” (o 13,4%), a także w jednostkach handlujących paliwami (o 7,3%). Wzrosła za to sprzedaż w podmiotach handlujących pojazdami samochodowymi, motocyklami, częściami (o 6,5%). Wzrost sprzedaży w branży motoryzacyjnej obserwowano też w pierwszych miesiącach 2024 r.

Obroty towarowe handlu zagranicznego w 2023 r., według wstępnych danych GUS, wyniosły w cenach bieżących 1 604,1 mld zł w eksporcie oraz 1 555,4 mld zł w imporcie. Dodatkowo saldo ukształtowało się na poziomie 48,7 mld zł, podczas gdy w 2022 r. wyniosło -93,2 mld zł. Eksport spadł o 0,9%, a import o 9,1%. Z kolei według NBP w lutym 2024 r. kontynuowane były spadki eksportu i importu towarów (odpowiednio o 8,3% r/r i o 7,9% r/r). Duży wpływ na zmniejszenie wartości obrotów towarowych miała aprecjacja złotego. Wartość eksportu osiągnęła 117,5 mld zł i w porównaniu z lutym 2023 r. zmniejszyła się we wszystkich kategoriach. Tendencja wzrostowa utrzymała się w eksporcie samochodów dostawczych, aut osobowych – zarówno nowych pojazdów, jak i używanych oraz silników. Wartość importu w lutym 2024 r. wyniosła 116,2 mld zł. Podobnie jak w poprzednich miesiącach największe spadki importu nastąpiły w paliwach i towarach zaopatrzeniowych. Natomiast wzrost wartości importu odnotowano w środkach transportu oraz towarach konsumpcyjnych. Saldo obrotów towarowych było dodatnie i wyniosło 1,3 mld zł.

W 2023 r. średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych, choć niższy, niż w 2022 r., to był dwucyfrowy i wyniósł 11,4%. Słabszy niż w poprzednim roku, ale nadal wysoki, był m.in. wzrost cen żywności oraz cen w zakresie utrzymania mieszkania. Znacznie zwolniła za to dynamika cen związanych z transportem i w efekcie ceny te w 2023 r. były zbliżone do notowanych w 2022 r. Stopniowe osłabienie inflacji obserwowano od marca ub.r., a od września wzrost cen konsumpcyjnych w skali roku był już jednocyfrowy i w grudniu 2023 r. wyniósł 6,2%. Również dynamika cen producentów w 2023 r. była wolniejsza niż rok temu. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły o 2,4% (w tym od lipca kształtowały się poniżej poziomu sprzed roku), natomiast ceny produkcji budowlano-montażowej – o 10,2%.

Dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych w 2023 r. była niższa niż dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw. Wynagrodzenie to w 2023 r. wyniosło 7 444,39 zł i wzrosło o 11,9% w porównaniu z 2022 r. Jego siła nabywcza zwiększyła się o 0,5%, podczas gdy w 2022 r. odnotowano spadek o 1,0%. W większym stopniu niż przeciętnie w sektorze zwiększyły się płace m.in. w transporcie i gospodarce magazynowej

oraz w zakwaterowaniu i gastronomii. Realny fundusz płac rośnie nieprzerwanie od sierpnia 2023 r.

Zgodnie z opublikowanym przez GUS szacunkiem ceny dóbr i usług konsumpcyjnych zwiększyły się w marcu br. już tylko o 2,0% r/r. Oznacza to, że inflacja, mierzona wskaźnikiem CPI, znalazła się w celu inflacyjnym. Marcowy odczyt wskaźnika CPI okazał się zarazem najniższy od marca 2019 r., czyli od pięciu lat. Przyczyną tak niskiego odczytu był efekt wysokiej bazy odniesienia sprzed roku, jednak na obniżenie dynamiki cen wpłynęły też taniejąca żywność i nośniki energii.

Wskaźnik CPI w ujęciu rocznym przewyższa 100% (co oznacza wzrost cen) nieprzerwanie od października 2016 r. Od stycznia 2021 r. do marca 2024 r., czyli w ciągu 39 miesięcy, skumulowany wzrost cen, mierzony wskaźnikiem CPI, wyniósł 31%. Przed 2021 r. na osiągnięcie takiej skali skumulowanego wzrostu cen potrzeba było 183 miesięcy (okres od października 2005 r. do grudnia 2020 r.)

W kolejnych miesiącach można się spodziewać wyższych niż marcowy odczytów wskaźnika CPI. Będą na to wpływać działania rządu, regulujące ceny administracyjne, w tym przywrócenie 5% stawki podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe od 1 kwietnia, a także przygotowywane obecnie przez Ministerstwo Klimatu i Środowiska zasady uwolnienia cen energii, gazu oraz ciepła od drugiej połowy 2024 r. Nasili się inflacyjne oddziaływanie czynników popytowych, związanych z poprawą koniunktury oraz wzrostem transferów socjalnych, wynikającym m.in. z wprowadzenia dodatkowej waloryzacji emerytur, rent i innych świadczeń w przypadku, gdy wskaźnik CPI w pierwszym półroczu danego roku przekroczy 5,0% r/r, uruchomienia świadczenia na opiekę nad dzieckiem (tzw. „babciowe”) i podwyższenia kwoty świadczenia wychowawczego (tzw. „800+”).

W 2024 r. można się też spodziewać przyspieszenia tempa wzrostu PKB. Zwiększenie wspomnianych transferów (m.in. podwyżki płac dla pracowników sfery budżetowej, podwyżka płacy minimalnej, waloryzacja rent i emerytur) wesprze dochody rozporządzalne gospodarstw domowych. Konsumpcję będzie też stymulować stabilna sytuacja na rynku pracy i wysoka dynamika płac nominalnych. Inwestycje będzie natomiast stymulować napływ środków unijnych, zwłaszcza że z końcem lutego Komisja Europejska odblokowała ok. 137 mld euro dla Polski, pochodzących z KPO i funduszy spójności. Dzięki tym środkom kontynuowane mogą być inwestycje, obejmujące transformację energetyczną i automatyzację produkcji. Przy założeniu utrzymania się obecnej sytuacji, obserwowanej w wymianie międzynarodowej, umożliwi to wzrost PKB w 2024 r. o ok. 3,0%. Aktywność gospodarczą może jednak

ograniczyć wyższą niż obecnie inflacją, rosnącą wskutek stopniowego odchodzenia od stosowanych obecnie rozwiązań osłonowych dla konsumentów.

Tabela 1. Prognozy wskaźników makroekonomicznych w latach 2024–2025 (w %, stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	I kw. 2024	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025
PKB (r/r)	2,3	2,7	3,2	3,3	3,5	3,7
Konsumpcja prywatna (r/r)	2,7	3,2	3,6	4,4	4,3	4,1
Inwestycje (r/r)	3,7	5,2	5,4	6,1	7,5	6,0
CPI (r/r)	2,0	3,0	4,3	5,1	4,7	4,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,3	4,9	4,8	5,0	5,2	4,7

Zródło: prognozy IPS-SGB.

Głównym zewnętrznym czynnikiem ryzyka 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. Dodatkowo, utrudnienia w wywozie podstawowych produktów rolnych z Ukrainy mogą wesprzeć globalny wzrost cen żywności. Do zewnętrznych czynników ryzyka należy też zaliczyć słabą koniunkturę w strefie euro, a zwłaszcza w Niemczech, będących głównym odbiorcą naszego eksportu.

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

Miniony 2023 r. i początek roku 2024 przyniósł w wielu krajach zahamowanie dynamiki wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych. Mierniki zmian tych cen zaczęły się przybliżać do poziomów określonych przez cele inflacyjne banków centralnych. Umożliwiło to władzom monetarnym wielu państw przygotowanie rynków finansowych do rozpoczęcia cykli łagodzenia polityki pieniężnej. W niektórych przypadkach cykle te zostały już rozpoczęte, równoważąc w części zacieśnienie polityki fiskalnej, do którego doszło po wycofaniu się z programów wsparcia, realizowanych w trakcie pandemii COVID-19. Priorytetem władz monetarnych jest obecnie takie dostosowanie instrumentarium polityki pieniężnej, by nie złagodzić jej zbyt wcześnie lub zbyt późno, mogłoby to bowiem doprowadzić do przestrzelenia celów inflacyjnych in plus bądź in minus.

W kwietniowym przeglądzie stabilności finansowej na świecie MFW zasygnalizował, że na rynkach finansowych utrzymuje się oczekiwanie na rychłe złagodzenie nastawienia w polityce pieniężnej przez główne banki centralne. Inwestorzy ocenili, że dokonane w ubiegłych latach zacieśnienie warunków finansowych było wystarczające, by sprowadzić inflację do celu. Jednak, zdaniem analityków MFW, proces dezinflacji nie jest jeszcze zakończony, wciąż bowiem na podwyższonym poziomie w wielu krajach utrzymują się wskaźniki tzw. inflacji bazowej. Może to stanowić argument za odwleczeniem w czasie obniżek podstawowych stóp procentowych banków centralnych, to zaś mogłoby spowodować gwałtowne i znaczne dostosowania wycen na rynku.

Jako czynniki ryzyka dla dezinflacji MFW wymienił przyspieszony wzrost zadłużenia prywatnego i publicznego w okresie pandemii COVID-19, przedwczesne rozpoczęcie łagodzenia polityki pieniężnej przez władze monetarne, ubytek oszczędności przedsiębiorstw, spowodowany wysokimi kosztami finansowania, skłaniający do utrzymywania podwyższonych marż. Dodatkowo, plasowanie zwiększonych emisji obligacji przez rządy w połączeniu z redukowaniem bilansów przez główne banki centralne może doprowadzić do zwiększenia podaży skarbowych papierów wartościowych i wzmożonych przepływów środków między podmiotami inwestującymi na tym rynku, a przez to zwiększyć zmienność cen obligacji, potęgującą również wahania cen innych aktywów finansowych.

MFW zwraca również uwagę na szybki rozwój aktywności w sferze cyberprzestępczości, który jest potencjalnym źródłem zaburzeń stabilności finansowej. Rośnie bowiem prawdopodobieństwo ekstremalnie wysokich strat, do których mogłoby dojść wskutek skutecznego cyberataku.

Władze monetarne największych gospodarczo krajów świata przyjęły pozycję wyczekującą. W Stanach Zjednoczonych Federalny Komitet Otwartego Rynku utrzymuje stopę funduszy federalnych bez zmian, w przedziale 5,25–5,50%, od lipca 2023 r.

Na styczniowym posiedzeniu Komitetu stwierdzono, że redukcja stopy funduszy federalnych nie będzie właściwa dopóty, dopóki Komitet nie nabierze większej pewności, że inflacja zmierza w stronę celu inflacyjnego, wynoszącego 2,0%. Na konferencji prasowej, która odbyła się po zakończeniu spotkania, przewodniczący Komitetu, J. Powell, stwierdził, że jeżeli Komitet dostrzeże osłabienie na rynku pracy, to obniżki stopy funduszy federalnych nastąpią szybciej, ale jeśli inflacja okaże się bardziej uporczywa, wówczas złagodzenie polityki pieniężnej zostanie opóźnione.

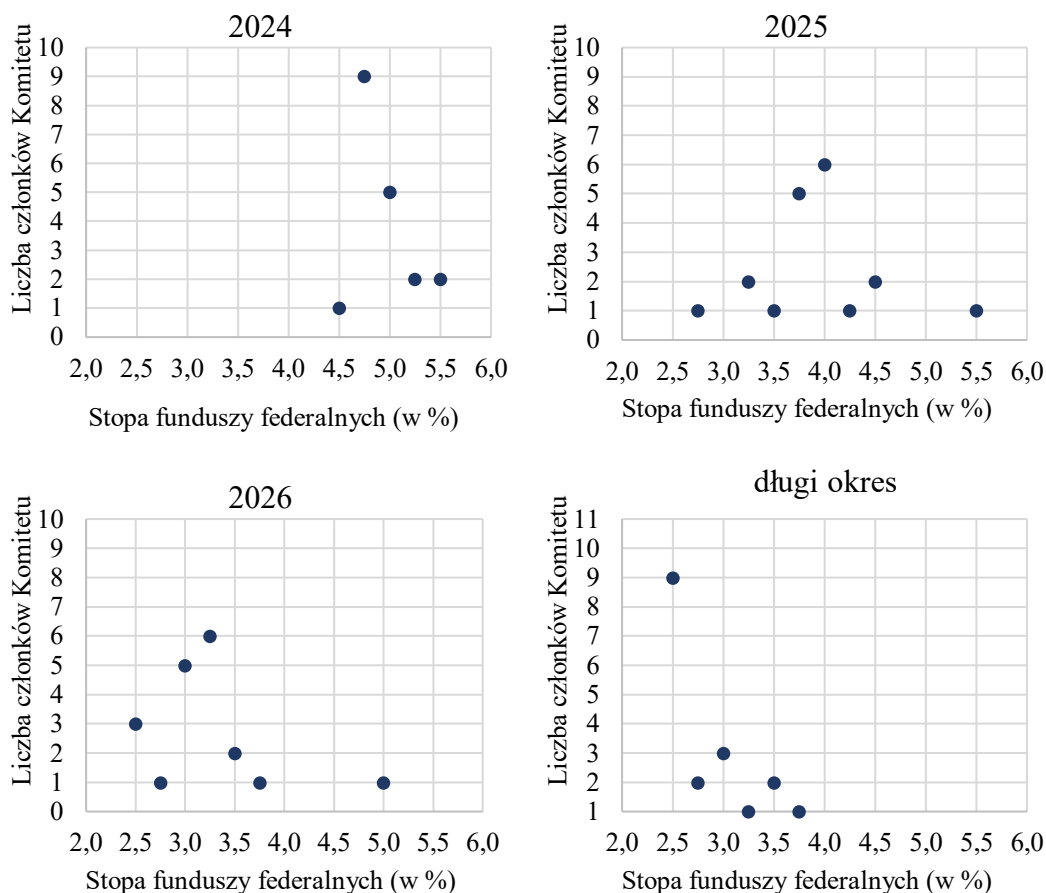
Na posiedzeniu w marcu powtórzono, że Komitet nie oczekuje, aby obniżka stopy funduszy federalnych była właściwa, dopóki inflacja trwale nie będzie zmierzać do celu. Na konferencji prasowej po posiedzeniu przewodniczący Komitetu, J. Powell, stwierdził, że zapewne będzie właściwe, aby rozpocząć wycofywanie się z restrykcyjnej polityki w którymś momencie tego roku.

Z kwartalnych projekcji makroekonomicznych członków Komitetu, opublikowanych w marcu, wynika, że większość z nich zakłada redukcję stopy funduszy federalnych o 75 p.b. w 2024 r., do 4,50–4,75%, i o kolejne 100 p.b. w 2025 r. oraz 75 p.b. w 2026 r. Rozrzut prognoz jest duży w latach 2025–2026, co wskazuje na niepewność członków Komitetu. Większość z nich optuje jednak za rozpoczęciem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej już w 2024 r.

Na rynku wycenia się obecnie, że pierwsza redukcja stopy funduszy federalnych nastąpi w drugiej połowie 2024 r. Z wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe, notowanych na giełdzie w Chicago w połowie kwietnia 2024 r., wynika, że inwestorzy oczekują na koniec br. stopy funduszy federalnych w przedziale 4,75–5,00%. Taki też poziom ma być utrzymany do kwietnia 2025 r., kiedy to mają nastąpić dalsze obniżki stopy funduszy federalnych.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) ostatni raz podwyższyła podstawowe stopy procentowe w strefie euro we wrześniu 2023 r. Podstawowa stopa operacji refinansujących wynosi od tamtego czasu 4,5%. Na styczniowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC uznała, że stopy procentowe znajdują się obecnie na poziomach, które – jeśli zostaną utrzymane dostatecznie długo – istotnie przyczynią się do osiągnięcia przyjętego celu inflacyjnego. Potwierdzono, że portfel papierów wartościowych, kupionych w ramach programu PEPP, od drugiego półrocza będzie redukowany o 7,5 mld euro miesięcznie, a reinwestycje kapitału zakończą się w 2024 r.

Wykres 1. Prognozy górnej granicy przedziału stopy funduszy federalnych, sformułowane przez członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku w marcu 2024 r.



Źródło: System Rezerwy Federalnej.

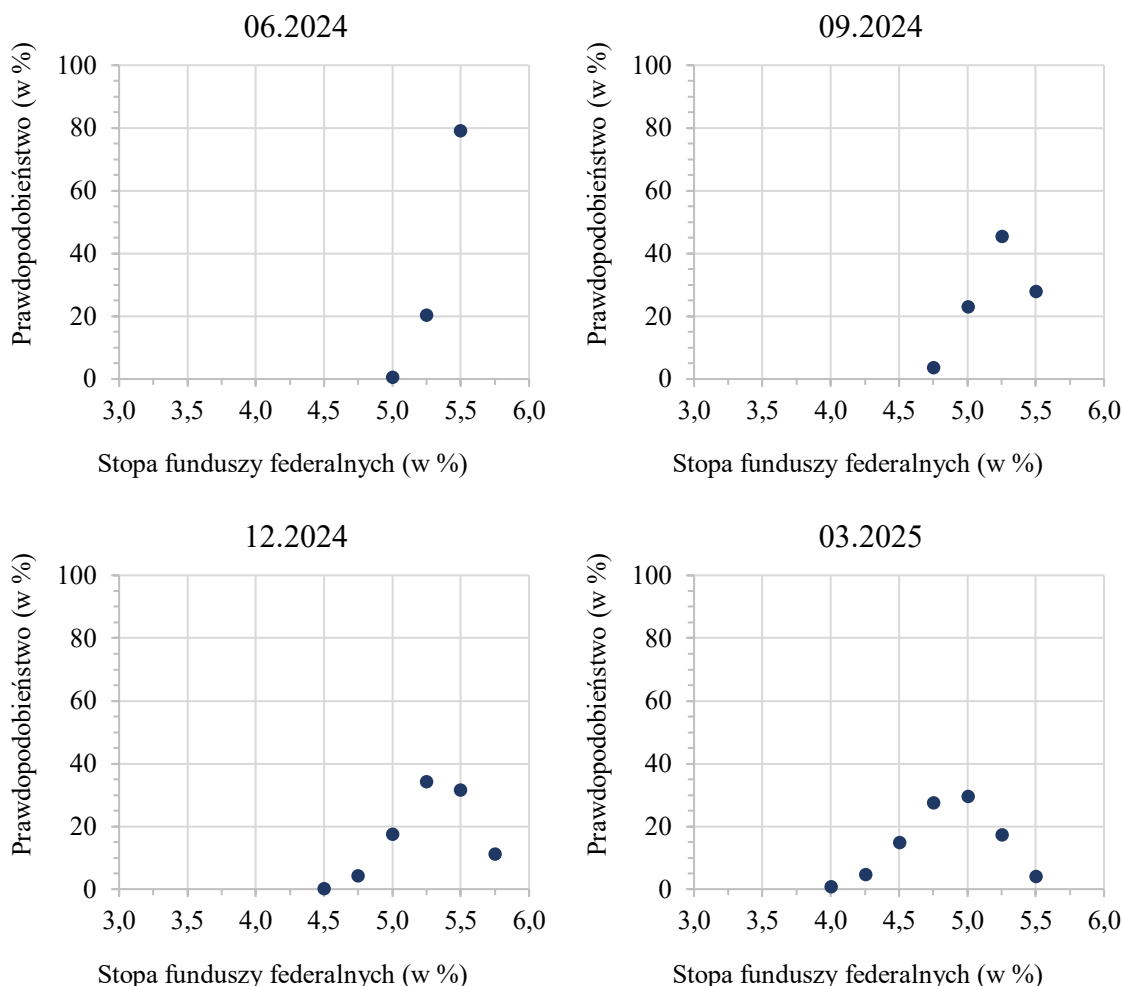
Podczas Światowego Forum Ekonomicznego w Davos prezes EBC, Ch. Lagarde, zadeklarowała, że większość członków Rady Prezesów EBC prawdopodobnie poprze obniżki podstawowych stóp procentowych w strefie euro już w czerwcu tego roku. Podczas wystąpienia we Frankfurcie wyraziła pogląd, że wtedy Rada będzie miała dodatkowe informacje na temat stanu gospodarki. Jako warunki konieczne dla podjęcia decyzji o obniżce określiła ograniczanie marż przez przedsiębiorstwa, spowolnienie dynamiki płac, a także wzrost wydajności pracy.

Na posiedzeniu w marcu i kwietniu Rada Prezesów EBC pozostawiła podstawowe stopy procentowe w strefie euro bez zmian. Rada zapowiedziała dopilnowanie, by pozostały wystarczająco restrykcyjne tak długo, jak będzie to konieczne. W komunikacie, wydanym po kwietniowym posiedzeniu, zawarto deklarację, że gdyby kolejne dane jeszcze bardziej zwiększyły przekonanie Rady, że inflacja zbliża się do celu w sposób trwały, to należałoby dokonać obniżki stóp procentowych. Na konferencji prasowej po tym posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde stwierdziła, że niektórzy członkowie Rady już ocenili, że dane makroekonomiczne



dają pewność, że inflacja trwale wróci do celu, ale większość gremium chce jeszcze zapoznać się z bieżącymi danymi i czerwcową projekcją inflacyjną.

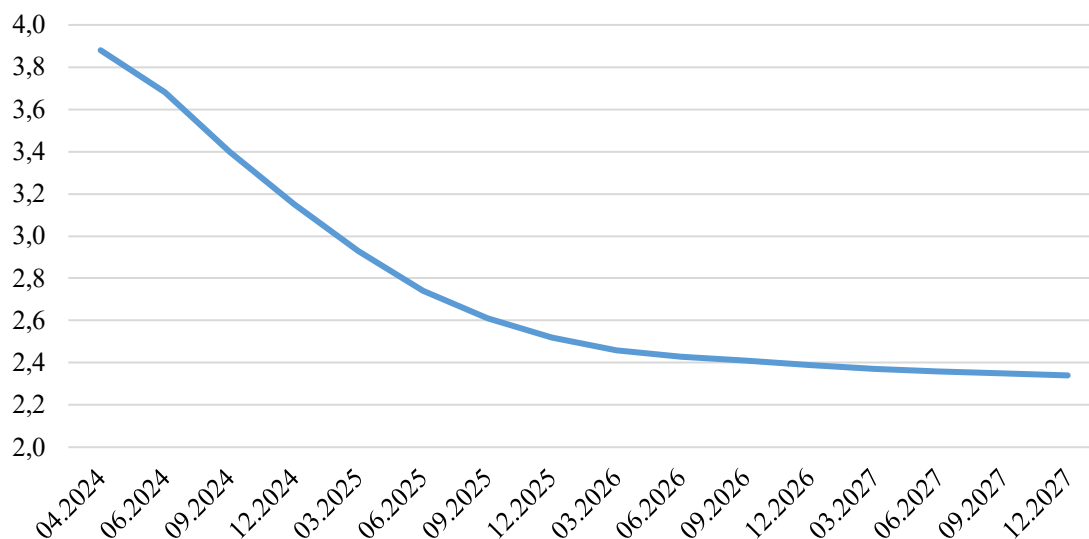
Wykres 2. Implikowany poziom stopy funduszy federalnych na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 15 kwietnia 2024 r.



Źródło: CME FedWatch Tool.

Wydzwięk konferencji prasowej oznacza, że do obniżki stóp może dojść w połowie 2024 r. Takie są też oczekiwania inwestorów. Na rynku wycenia się obniżkę podstawowych stóp procentowych EBC w połowie 2024 r. Czynnikiem ryzyka dla tej prognozy może być ponowna presja na wzrost kosztów energii i cen żywności, a także inercja oczekiwań inflacyjnych.

Wykres 3. Implikowany poziom stopy EURIBOR 3M na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 8 kwietnia 2024 r. (w %)



Źródło: Chatham Financial.

Inne banki centralne już rozpoczęły cykl łagodzenia polityki pieniężnej lub przygotowują się do jego rozpoczęcia. Szwajcarski Bank Narodowy ostatnią podwyżkę stopy referencyjnej o 25 p.b. (do 1,75%) przeprowadził w czerwcu 2023 r. Jednak na posiedzeniu w marcu 2024 r. podjęto decyzję o obniżeniu tej stopy o 25 p.b., do 1,5%. W komunikacie, wydanym po posiedzeniu, stwierdzono, że złagodzenie polityki pieniężnej było możliwe, ponieważ inflacja trwale osiągnęła cel banku centralnego. Zaznaczono, że zgodnie z bieżącymi projekcjami, ma pozostać poniżej poziomu 2,0%, stanowiącego cel inflacyjny, do 2026 r. włącznie. Nie bez znaczenia była też presja aprecjacyjna, którą wywierały podwyższone krajowe stopy procentowe na kurs szwajcarskiego franka. Władze monetarne obawiały się negatywnego oddziaływania tej aprecjacji na wymianę handlową i uznały, że obniżenie stóp wesprze koniunkturę makroekonomiczną, a także pobudzi rynek kredytów hipotecznych. W komunikacie, wydanym po posiedzeniu, nie zawarto wskazówek na temat dalszych decyzji władz monetarnych, jednak biorąc pod uwagę trwałość obniżenia wskaźnika cen dóbr i usług konsumpcyjnych można oczekiwać dalszego dostosowywania szwajcarskiej polityki pieniężnej na kolejnych posiedzeniach.

Bank Anglii od grudnia 2021 r. podniósł stopę referencyjną o 5,15 p.p., do poziomu 5,25%, do którego została ona podniesiona w sierpniu 2023 r. Na marcowym posiedzeniu Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii pozostawił podstawowe stopy procentowe bez zmian. Decyzja została podjęta przeważającą większością głosów; osiem z dziewięciu

głosujących osób poparło brak zmian stóp, a tylko jedna głosowała za ich obniżką o 25 p.b. Z prognoz makroekonomicznych Banku Anglii wynika, że inflacja, mierzona wskaźnikiem dóbr i usług konsumpcyjnych spadnie poniżej 2,0%, czyli poniżej celu inflacyjnego, w połowie 2024 r., ale będzie to głównie efektem przedłużenia obowiązywania działań osłonowych na rynku paliw. W drugiej połowie roku inflacja ma już wynieść 2,8%. Oznacza to, że w najbliższym czasie raczej nie należy spodziewać się obniżenia podstawowych stóp procentowych przez Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii. Jego członkowie oceniają, że wprawdzie presja inflacyjna maleje, ale słabiej od oczekiwań, a dodatkowo nasilają się czynniki ryzyka, związane z sytuacją geopolityczną na Bliskim Wschodzie i wywołanymi nią utrudnieniami w transporcie towarów przez Morze Czerwone.

W 2023 r. ostatnich podwyżek stóp procentowych dokonały banki centralne w Szwecji i Norwegii, do poziomów odpowiednio 4,0% i 4,5%. W przypadku Szwecji w 2024 r. obserwuje się stabilizację inflacji mierzonej wskaźnikiem dóbr i usług konsumpcyjnych na poziomie zbliżonym z celem inflacyjnym (2,0%), a władze monetarne zapowiadają pierwszą obniżkę podstawowych stóp procentowych w maju lub czerwcu 2024 r. Natomiast w Norwegii inflacja jest wciąż podwyższona, a prognozy wskazują na jej utrzymanie powyżej poziomu 2,0% do 2027 r. Dlatego też norweskie władze monetarne deklarują utrzymanie obecnego poziomu stopy referencyjnej przez odpowiednio długi czas, obawiając się przedwczesnego rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.

Rada Czeskiego Banku Narodowego taki cykl już rozpoczęła. W marcu dokonano obniżki stopy referencyjnej o 50 p.b., do poziomu 5,75%. Jednak dwóch z siedmiu członków zarządu poparło wnioski o jeszcze większą skalę obniżki, wynoszącą 75 p.b. Można więc spodziewać się redukcji czeskich stóp procentowych w kolejnych miesiącach, mimo że Rada ostrożnościowo deklaruje utrzymanie restrykcyjności polityki pieniężnej, ponieważ choć cel inflacyjny (2,0%) został w marcu osiągnięty, to jednak brak potwierdzenia, że wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych obniżył się w sposób trwały. Głębokie i sygnalizowane z wyprzedzeniem obniżki podstawowych stóp procentowych mogłyby też doprowadzić do deprecjacji czeskiej korony, a to – poprzez efekt sprzężenia zwrotnego – mogłoby na powrót podbić wzrost cen. Niepokój czeskich władz monetarnych budzi też inercja oczekiwań inflacyjnych.

Z kolei Rada Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Węgier na kwietniowym posiedzeniu podjęła decyzję o obniżce stopy referencyjnej o 50 p.b., do poziomu 7,75%. Cykl łagodzenia polityki pieniężnej na Węgrzech trwa od października 2023 r., a kwietniowa obniżka była siódmą w tym cyklu. W komunikacie, wydanym po posiedzeniu, stwierdzono, że

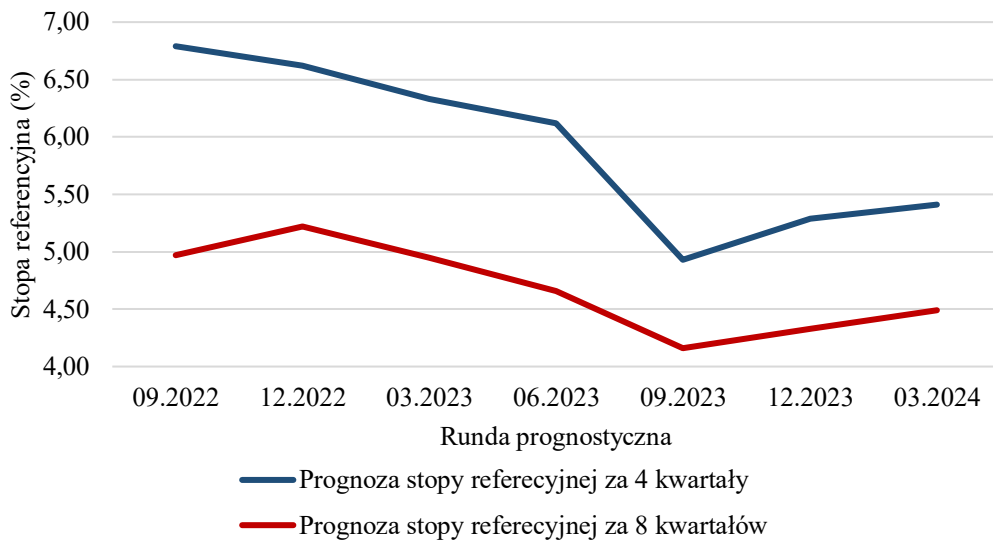
dezinflacja w węgierskiej gospodarce postępuje szybciej od oczekiwań, presja popytowa jest słaba, a oczekiwania inflacyjne maleją. Uznano, że zmniejszenie skali obniżki odzwierciedla zmniejszenie apetytu na ryzyko na rynkach finansowych i zapowiedziano, że kolejne decyzje będą podejmowane na podstawie dostępnych danych makroekonomicznych i prognoz inflacji. Zgodnie z marcowymi projekcjami, inflacja mierzona wskaźnikiem dóbr i usług konsumpcyjnych ma wynieść 2,5–3,5% w latach 2025–2026.

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 posiedzeniach we wrześniu i październiku 2023 r., Rada zdecydowała o obniżeniu stopy referencyjnej do 5,75%. Minicykl łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce został zakończony. Na ostatnich posiedzeniach RPP komunikowała, że w najbliższych miesiącach roczna dynamika CPI będzie kształtowała się na poziomie zgodnym z celem inflacyjnym NBP. Jednak w kolejnych kwartałach kształtowanie się inflacji obarczone jest znaczną niepewnością, w tym związaną z wpływem polityki fiskalnej i regulacyjnej na procesy cenowe, a także tempem ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacją na rynku pracy. W przypadku przywrócenia wyższej stawki podatku VAT na żywność oraz podniesienia cen energii, w drugiej połowie 2024 r. inflacja może istotnie wzrosnąć.

Na konferencji prasowej po lutowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej prezes NBP, A. Glapiński, stwierdził jednoznacznie, że jego zdaniem do końca bieżącego roku, *ceteris paribus*, nie uformuje się większość zdolna do przegłosowania wniosku o obniżenie podstawowych stóp procentowych NBP. Uznał, że „nie będzie większości w obie strony”, i choć spodziewa się zarówno wniosków o podwyżki, jak i o obniżki stóp, to nie sądzi, by uzyskały one większość. Wydzwięk całego wystąpienia miał charakter jastrzębi. Prezes NBP zastrzegł, że niepewność jest wciąż wysoka i nie można dokonywać łagodzenia polityki pieniężnej w warunkach spodziewanego wzrostu inflacji.

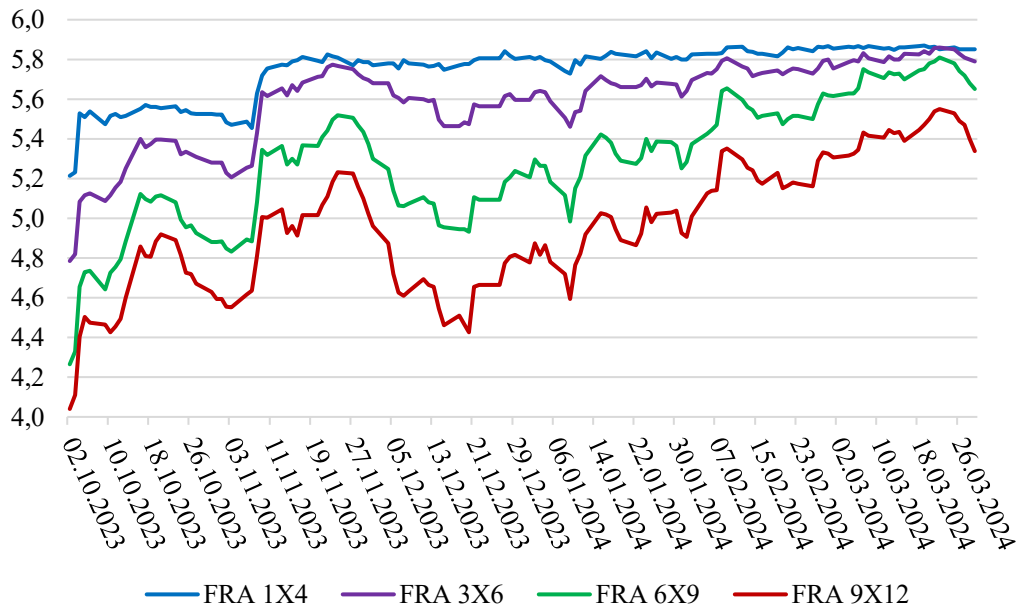
W takich warunkach, zgodnie z marcową projekcją NBP, dotyczącą inflacji i PKB, a przygotowaną przy założeniu niezmiennych stóp procentowych NBP oraz uwzględniającą dane dostępne do 15 lutego 2024 r., roczna dynamika cen znajdzie się z 50% prawdopodobieństwem w przedziale 2,8–4,3% w 2024 r. (wobec 3,2–6,2% w projekcji z listopada ub.r.), 2,2–5,0% w 2025 r. (wobec 2,2–5,3%) oraz 1,5–4,3% w 2026 r. Roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50% prawdopodobieństwem w przedziale 2,7–4,3% w 2024 r. (wobec 1,9–3,8% w projekcji z listopada ub.r.), 3,2–5,3% w 2025 r. (wobec 2,4–4,7%) oraz 2,0–4,5% w 2026 r. Rada podkreśliła, że projekcja inflacji jest obarczona znaczną niepewnością.

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



Źródło: NBP.

Wykres 5. Notowania kontraktów FRA PLN od października 2023 r. do marca 2024 r.



Źródło: Reuters.

Już w kwietniu wiceprezes NBP M. Kightley stwierdziła w wypowiedzi dla PAP, że obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni i trudno dostrzec możliwość ich obniżki

w 2024 r. Potwierdziła, że dostrzega oczekiwania rynkowe na ewentualne obniżki podstawowych stóp procentowych NBP w połowie 2025 r.

Przesłanką formułowania takiego stanowiska jest obawa, że w rezultacie stopniowego znoszenia wspomnianych tzw. tarcz antyinflacyjnych w drugiej połowie roku można ponownie spodziewać się odczytów wskaźnika CPI, które w ujęciu rocznym wykroczą poza górne pasmo przedziału dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego w Polsce. Cel ten jest określony jako 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyłeń o szerokości  $\pm 1$  punktu procentowego w średnim okresie. Jednocześnie zahamowany zostanie spadek wskaźnika inflacji bazowej, czyli po wyłączeniu cen żywności i energii, odczyty roczne którego do końca 2024 r. przypuszczalnie pozostaną powyżej poziomu 4,0%. W tej sytuacji, ceteris paribus, RPP zapewne odsunie w czasie termin rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej do 2025 r., a stopa referencyjna w całym bieżącym roku zostanie utrzymana na poziomie 5,75%.

Będzie to wspierać notowania złotego. Od początku roku trwa proces umacniania się polskiej waluty. Odblokowanie środków z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO) oraz z funduszy spójności wraz z oczekiwaniami obniżek podstawowych stóp procentowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych stanowiły wsparcie dla polskiej waluty. 15 kwietnia 2024 r. wpłynęła wypłata pierwszej transzy z KPO na 27 mld zł. Ustabilizowało się zarazem ryzyko geopolityczne, wynikające z wojny Rosji z Ukrainą. Od końca września 2023 r. złoty umocnił się o ok. 10,0% w stosunku do amerykańskiego dolara i o 8,0% w stosunku do euro. Do pewnej przeceny doszło w połowie kwietnia, a jej przyczyną był wzrost ryzyka geopolitycznego na Bliskim Wschodzie i atak Iranu na Izrael.

Przełamywanie kolejnych poziomów oporu i dalsza aprecjacja złotego na rynku walutowym może być już utrudniona, i to mimo odsunięcia w czasie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce. Jest to tym bardziej prawdopodobne, że władze monetarne głównych banków centralnych, choć nie wycofują się z zapowiedzi zmiany nastawienia w polityce pieniężnej, to starają się tonować rynkowe oczekiwania znacznych i skumulowanych w krótkim czasie obniżek podstawowych stóp procentowych. Jednak scenariusz długotrwałej deprecjacji wydaje się obecnie mało prawdopodobny, ponieważ redukcje podstawowych stóp procentowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w warunkach stabilizacji tychże w Polsce będą zwiększać atrakcyjność rodzimej waluty i jej wykorzystanie w transakcjach *carry trade*. Skala tej atrakcyjności będzie zależeć od determinacji większości członków RPP w utrzymywaniu stabilnych stóp procentowych, a także od faktycznie dokonanej skali złagodzenia polityki pieniężnej głównych banków centralnych.

Przedstawione czynniki oddziałują również na rynek długu. Notowania polskich SPW na rynku wtórnym w ostatnim półroczu były dość stabilne, pozostając w przedziale 5,0–5,45% w przypadku obligacji 2- i 5-letnich. Krzywa dochodowości pozostaje wypłaszczone.

Sprzyjają temu stabilne oceny międzynarodowych agencji ratingowych. W listopadzie 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 polska gospodarka jest zdywersyfikowana i ma solidne ramy makroekonomiczne, oparte na członkostwie w UE. Odnotowano także poprawę na rachunku obrotów bieżących oraz nieco niższy poziom długu publicznego w porównaniu z krajami o zbliżonym ratingu. Taki sam rating dla polskiej gospodarki utrzymała agencja S&P, która oceniła, że choć deficyt budżetowy prawdopodobnie utrzyma się na wysokim poziomie co najmniej do 2025 r., to wartość netto długu sektora instytucji rządowych i samorządowych w średnim okresie utrzyma się poniżej umiarkowanego poziomu 50% PKB.

Tabela 2. Prognozy stopy referencyjnej, kursów walut w NBP i rentowności obligacji skarbowych w latach 2024–2025 (stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	II kw. 2024	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025
USD/PLN	3,99	3,94	3,89	3,88	3,87
EUR/PLN	4,32	4,30	4,27	4,25	4,24
2Y PLN [%]	5,18	4,85	4,79	4,76	4,73
5Y PLN [%]	5,34	5,04	4,99	4,96	4,91
stopa referencyjna [%]	5,75	5,75	5,75	5,50	5,00

Zródło: IPS-SGB.

W dłuższym okresie na wycenę SPW będą pozytywnie wpływać narastające oczekiwania na obniżki podstawowych stóp procentowych NBP. Brak realizacji tego scenariusza, dla którego główne zagrożenie stanowi uporczywość inflacji bazowej i odkotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, może doprowadzić do przejściowych, aczkolwiek znacznych zmian wycen aktywów na rynku finansowym.

Polski rynek finansowy pozostanie więc wrażliwy na nagłe zaburzenia. Okresy szybkiego narastania niepewności mogą powodować silne krótkookresowe wahania notowań na rynku walutowym i rynku obligacji, pod wpływem podwyższonej mobilności kapitału i jego odpływu do tzw. bezpiecznych przystani.

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

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

W minionym półroczu na rynku publicznym dłużnych papierów wartościowych utrwały się tendencje wzrostowe. W porównaniu do końca pierwszego kwartału roku ubiegłego wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła znacząco, o 15,3 mld zł tj. o 31,7%. W okresie półrocza wzrost wyniósł 6,6 mld zł (11,5%), a od początku obecnego roku – blisko 3,0 mld zł (4,9%). Wolumen korporacyjnych obligacji złotych powiększył się w skali roku o 9,1 mld zł, o 4,2 mld zł (1,10 mld euro) przyrósł dług przedsiębiorstw nominowany w euro, co można przypisywać także ponad 8,0% aprecjacji złotego wobec euro w ciągu tego okresu. O 2,0 mld zł zwiększył się rynek obligacji komunalnych. Liczba emitentów wzrosła w ciągu roku o dwóch (w ciągu ostatniego półrocza o sześciu), a liczba uplasowanych serii obligacji wzrosła w skali roku o 121 (przyrost o 25,7%).

31 marca 2024 r. na regulowanych rynkach obligacji (Catalyst i BondSpot) notowano 592 serie obligacji, na które składały się emisje:

- 1) 2 banków spółdzielczych – 2 serie obligacji na kwotę 7,9 mln zł, która w ostatnim półroczu, po przedterminowym wykupie przez emitenta – Polskiego Banku Spółdzielczego w Poznaniu (dawny Polski Bank Spółdzielczy w Ciechanowie) – obligacji BSC0927, zmalała o 11,1 mln zł (Tabela 3),
- 2) 75 przedsiębiorstw – 230 serii obligacji złotych na kwotę nominalną 45,9 mld zł; oraz 18 serii obligacji nominowanych w euro (Tabela 4) na łączną kwotę 2,5 mld euro (przyrost w okresie półrocza o 28,8%), co w przeliczeniu na walutę krajową dało wartość około 10,7 mld zł; łącznie nominalny dług przedsiębiorstw przekroczył tym samym 56,6 mld zł i był o 9,9% wyższy od notowanego w poprzednim okresie sprawozdawczym,
- 3) 45 samorządów – 342 serie obligacji (o 85 więcej niż przed rokiem i 77 więcej niż na koniec września 2023 r.) na łączną kwotę 7,1 mld zł.

Tabela 3. Publiczne emisje banków spółdzielczych – stan na 31.03.2024 r.

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
Bałtycki Bank Spółdzielczy	06.2012	24.12.2025	WIBOR 6M + 3,0%	8,82%	2 900
Bank Spółdzielczy w Limanowej	05.2015	15.05.2025	WIBOR 6M + 3,0%	8,67%	5 000
<b>Suma</b>					<b>7 900</b>

Zródło: obligacje.pl.



Tabela 4. Emisje nominowane w euro według stanu na 31.03.2024 r.

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Odsetki</b>	<b>Bieżący kupon</b>	<b>Wartość emisji [tys. euro]</b>
BEST Capital FIZAN	BCF1027	18.10.2027	EURIBOR 3M + 5,2%	9,13%	4 185,30
Cavatina Holding	CAV0127	26.01.2027	EURIBOR 6M + 6,0%	9,94%	4 366,90
Echo Investment	ECH1024	23.10.2024	stałe 4,50%	4,50%	8 700,00
	ECH1028	27.10.2028	stałe 7,40%	7,40%	43 000,00
Ghelamco Invest	GHE1227	07.12.2027	EURIBOR 6M + 5%	9,00%	4 999,90
Kruk	KR10229	01.02.2029	EURIBOR 3M + 4%	7,93%	14 000,00
	KRU0229	01.02.2029	EURIBOR 3M + 4%	7,89%	10 000,00
	KRU1228	11.12.2028	EURIBOR 3M + 4%	7,93%	10 000,00
MLP Group	MLP0524	17.05.2024	EURIBOR 6M + 2,3%	6,40%	11 400,00
	MLP0225	19.02.2025	EURIBOR 6M + 2,95%	6,85%	45 000,00
	MLP0525	26.05.2025	EURIBOR 6M + 3,95%	8,02%	29 000,00
Olivia Fin	OBC0627	08.06.2027	EURIBOR 3M + 5,5%	9,43%	2 500,00
	OBC0827	07.08.2027	EURIBOR 3M + 5,3%	9,18%	7 000,00
Orlen	PKN0528	27.05.2028	stałe 1,13%	1,13%	500 000,00
	ORL0730	13.07.2030	stałe 4,75%	4,75%	500 000,00
Bank Pekao Polska Kasa Opieki	PEO1127	23.11.2027	stałe 5,5%	5,50%	500 000,00
PKO Bank Polski	PKO0226	01.02.2026	stałe 5,63%	5,63%	750 000,00
Vantage Development	VAN0727	12.07.2027	EURIBOR 6M + 2,9%	6,79%	24 000,00
<b>Suma</b>					<b>2 468 152,10</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Do drugiej 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 wyemitowanych serii obligacji wzrosła o jedną, na co złożyły się dwa przedterminowe wykupy obligacji Alior Banku (ALR0524, ALR0924) – łącznie 391,7 mln zł – i trzy nowe emisje: Alior Banku (ALR0627) na kwotę 450 mln zł, Banku Pekao (PEO1127) o nominalnej wartości 500 mln euro oraz Santander Bank Polska (SPL1126) o wartości nominalnej 3,1 mld zł.

Zadłużenie pozostałych banków nie uległo zmianie, zatem łączna wartość obligacji banków komercyjnych, uplasowanych na Catalyst, wyniosła w nominale ok. 24,8 mld zł (wzrost o 5,6 mld zł tj. 29,2% od końca września ub.r.). Wielkość ta stanowiła na koniec I kwartału 2024 r. 38,9% wartości wszystkich emisji notowanych na publicznym rynku obligacji komercyjnych i ponad 43,8% obligacji korporacyjnych. W obu przypadkach przyrost udziału w rynku „papierów bankowych” wyniósł ponad 5 p.p. w stosunku do okresu objętego poprzednim raportem.

W grupie emitentów o ponad pięcioprocentowym udziale w rynku od końca września nastąpiły jedynie zmiany na pozycjach od 1 do 5 pomiędzy największymi graczami. W grupie tej, podobnie jak pół roku wcześniej, znalazły się Pekao (12,0%), Santander (10,6%), PKO BP (10,5%), Orlen (9,4%) oraz Cyfrowy Polsat (6,2%) – szczegóły zawarte zostały w Tabeli 5. Kolejnych pięciu emitentów – Kruk, PZU, Enea, KGHM i Alior – odnotowało udział wynoszący pomiędzy 4,1%, a 2,8% (z pierwszej dziesiątki wypadł Ghelamco Invest). Wymienione podmioty wyemitowały łącznie obligacje o wartości nominalnej przekraczającej 37,7 mld zł, co stanowiło dwie trzecie (66,6%) rynku obligacji korporacyjnych i ponad 59,1% całego rynku pierwotnego obligacji komercyjnych, notowanych na rynku publicznym, którego wartość na koniec pierwszego kwartału bieżącego roku wyniosła około 63,8 mld zł.

W porównaniu z końcem września 2023 r. rynek liczonego w złotych długu przedsiębiorstw wzrósł o 3,4 mld zł (7,9%). Było to odpowiedzią na ustabilizowanie się krajowych stóp procentowych. Maksimum tego wzrostu przypadało na koniec ub.r. W ostatnim kwartale bowiem zaobserwować było można niewielki, bo około 1,5% (o 714,2 mln zł) spadek wartości wyemitowanych przez przedsiębiorstwa obligacji nominowanych w złotych. Natomiast dług nominowany w euro powiększył się od końca września 2023 r. o 551,8 mln euro, co oznacza przyrost o 28,8%. W tym jednak przypadku większość wspomnianego wzrostu (547,6 mln euro) przypadło na pierwszy kwartał bieżącego roku, głównie za sprawą wcześniej opisaną listopadową emisji PEO1127 Banku Pekao SA.

Tabela 5. Emitenci o największym udziale w publicznym rynku pierwotnym obligacji korporacyjnych – stan na 31.03.2024 r.

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
Bank Pekao Polska Kasa Opieki	10.2017	29.10.2027	WIBOR 6M + 1,52%	7,09%	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%	7,52%	750 000
	04.2023	03.04.2026	WIBOR 6M + 2,6%	8,04%	750 000
	07.2023	28.07.2025	WIBOR 6M + 1,35%	7,20%	750 000
	07.2023	28.07.2027	stałe 7,5%	7,50%	350 000
	11.2023	23.11.2027	stałe 5,5%	5,50%	2 171 950*
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
	11.2023	30.11.2026	WIBOR 6M + 1,8%	7,62%	3 100 000
PKO Bank Polski	08.2017	28.08.2027	WIBOR 6M + 1,55%	7,40%	1 700 000
	03.2018	06.03.2028	WIBOR 6M + 1,5%	7,35%	1 000 000
	02.2023	01.02.2026	stałe 5,63%	5,63%	3 257 925*
Orlen	12.2020	22.12.2025	WIBOR 6M + 0,95%	6,77%	1 000 000
	05.2021	27.05.2028	stałe 1,13%	1,13%	2 171 950*
	07.2023	13.07.2030	stałe 4,75%	4,75%	2 171 950*
Cyfrowy Polsat	01.2023	11.01.2030	WIBOR 6M + 3,35%	9,67%	3 490 000
<b>Suma</b>					<b>27 563 775</b>

\* emisje nominowane w euro.

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Tabela 6. Emitenci zwiększający w stosunku do końca III kwartału 2023 r. wolumen emisji na publicznym rynku obligacji korporacyjnych (nowe emisje).

Emitent	Seria	Termin wykupu	Bieżący kupon	Wolumen emisji [tys. zł]	Wzrost zadłużenia [tys. zł]
Alior Bank	ALR0627	15.06.2027	8,62%	450 000	58 300
Anwim	ANW1126	16.11.2026	10,26%	65 000	15 000
Archicom	ARH0227	08.02.2027	9,25%	210 000	100 000
Arche	ACH0826	18.08.2026	10,02%	20 000	9 342
Atal	ATL1025	27.10.2025	7,08%	260 000	260 000
Best	BST0728	18.07.2028	10,88%	19 082	69 082
	BST1126	26.11.2026	10,86%	70 000	
Best Capital FIZ AN	BCF1027	18.10.2027	9,13%	18 181*	18 181
Develia	DVL1227	08.12.2027	9,25%	160 000	125 260
Dom Development	DOM0928	28.09.2028	7,41%	260 000	260 000
Domesta	DST1126	10.11.2026	11,1%	25 000	6 500

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Bieżący kupon</b>	<b>Wolumen emisji [tys. zł]</b>	<b>Wzrost zadłużenia [tys. zł]</b>
Echo Investment	ECH0128	31.01.2028	9,85%	140 000	90 831
	ECH1127	15.11.2027	9,55%	50 000	
	ECH1028	27.10.2028	7,4%	186 788*	
Invest TDJ Estate	TDJ1226	30.12.2026	10,07%	122 000	7 000
Kredyt Inkaso	KRI0228	07.02.2028	11,36%	20 000	64 158
	KRI1027	04.10.2027	11,36%	37 741	
	KRI1127	28.11.2027	11,35%	15 000	
Kruk	KR10229	01.02.2029	7,93%	60 815*	615 193
	KRU0229	01.02.2029	7,89%	43 439*	
	KRU1228	11.12.2028	7,93%	43 439*	
	KR20229	23.02.2029	9,86%	70 000	
	KRU1028	03.10.2028	9,85%	90 000	
	KRU1029	17.10.2029	10,52%	450 000	
Olivia Fin	OBC0127	14.01.2027	11,87%	15 000	116 092
	OBC0227	01.02.2027	11,36%	25 000	
	OBC0426	26.04.2026	10,86%	10 000	
	OBC0526	23.05.2026	10,86%	10 000	
	OBC0627	08.06.2027	9,43%	11 000*	
	OBC0827	07.08.2027	9,18%	30 000*	
	OBC1125	27.11.2025	10,85%	15 000	
Bank Pekao Polska Kasa Opieki	PEO1127	23.11.2027	5,50%	2 171 950*	2 171 950
Pragmago	PRF0127	25.01.2027	11,01%	25 000	45 000
	PRF1126	27.11.2026	11,15%	20 000	
Santander Bank Polska	SPL1126	30.11.2026	7,62%	3 100 000	3 100 000
Unibep	UNI1026	19.10.2026	9,87%	138 040	37 983
Unidevelopment	UDV0726	31.07.2026	10,46%	20 000	20 000
Victoria Dom	VID0926	27.09.2026	12,16%	100 000	146 407
	VID1226	21.12.2026	11,76%	100 000	
Vindexus	VIN0127	19.01.2027	11,86%	21 750	21 750
WB Electronics	WBE1126	06.11.2026	7,85%	100 000	40 000
White Stone Development	WSD0726	21.07.2026	11,37%	20 000	20 000
<b>Suma</b>				<b>9 719 225</b>	<b>7 418 028</b>

\* emisje nominowane w euro

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Liczba wyemitowanych serii wzrosła o 13 (w ostatnim kwartale o 7) a lista emitentów zmniejszyła się o jedną pozycję. Z grona emitentów ubyły: Cognor SA, Globe Trade Centre SA i HB Reavis Holding S.à r.l., natomiast nowi emitenci to Best Capital FIZ AN oraz Vindexus Giełda Praw Majątkowych SA. Oprócz wymienionych nowych emitentów 22 podmioty obecne na rynku na koniec poprzedniego okresu sprawozdawczego, zdecydowały się na zwiększenie zadłużenia. Pięć z powyższej grupy podmiotów zdecydowało się na emisje nominowane

w euro. W Tabeli 6 zaprezentowano dane dotyczące obligacji wyemitowanych w ostatnim półroczu przez wyżej wymienionych 24 emitentów. Zmniejszenie zadłużenia – poza wspomnianymi powyżej trzema przypadkami całkowitego wykupu długu – miało miejsce w przypadku 18 przedsiębiorstw. Wykaz emitentów zmniejszających swoje zadłużenie zawiera Tabela 7.

Tabela 7. Emitenci o malejącym w stosunku do końca III kwartału 2023 r. wolumenie emisji na publicznym rynku obligacji korporacyjnych

<b>Emitent</b>	<b>Spadek wolumenu wyemitowanych obligacji [tys. zł]</b>
AB	68 950
AOW Faktoring	5 000
Cavatina Holding	5 164
CCC	31 979
Cognor	120 000
Cyfrowy Polsat	472 057
Dekpol	47 228
Everest Capital	3 000
Ghelamco Invest	146 612
Grenevia	200 000
GTC	146 667
HB Reavis Finance PI 3	85 000
I2 Development	16 601
Infinity	7 600
Lokum Deweloper	97 000
Marvipol Development	8 854
MCI Management Sp. z o.o	21 734
MLP Group	54 733
PCC Rokita	5 000
Polski Holding Nieruchomości	72 176
Ronson	40 000
<b>Suma</b>	<b>1 655 355</b>

Źródło: gpwecatalyst.pl.

W komentarzach analitycznych, szczególnie tych, pojawiających się w I kwartale 2024 r., wskazywano na rekordowe w skali całej historii giełdy ożywienie na pierwotnym rynku papierów komercyjnych, objawiające się rosnącą ilością zapisów, poziomami redukcji oraz spadającymi marżami za ryzyko. W nominowanej w złotych emisji Kruka, która miała miejsce

w lutym br., zapisy złożyło 2316 inwestorów. To dopiero drugi przypadek w historii Catalyst, kiedy udało się przekroczyć próg 2 tys. inwestorów, biorących udział w jednej emisji obligacji korporacyjnych.

Co ciekawe, dotychczasowy rekord przetrwał ponad 10 lat (od czerwca 2013 r.) kiedy to w emisji Orlenu uczestniczyło 2026 inwestorów. Warto również odnotować, że większość emitentów entuzjazm kupujących starała się wykorzystać do istotnego podnoszenia wartości ofert, a nie tylko samego cięcia marż. Okazji do ulokowania środków na rynku korporacyjnego długu nie powinno w najbliższych miesiącach brakować, ponieważ w oparciu o aktualne prospekty publiczne oferty prowadzić może osiem spółek, a w KNF czekają wnioski o zatwierdzenie prospektów kolejnych emitentów.

Na rynku obligacji komunalnych, w horyzoncie rocznym, o dwóch powiększyła się liczba emitentów, a nominal wyemitowanego długu wzrósł z 5,1 mld zł do 7,1 mld zł (wzrost o 39,7%). W tym czasie z grona emitentów zniknęły: Gmina Olkusz i Gmina Słupsk (ta druga zmieniła 1 stycznia br. nazwę, a zobowiązania przejęła będąca jej kontynuatorką Gmina Redzikowo), a także miasta Brodnica i Marki. W ich miejsce do grona emitentów dołączyły: Gmina Aleksandrów Łódzki, Gmina Białe Błota, wspomniana Gmina Redzikowo, Gmina Swarzędz oraz miasta Łódź i Muszyna. W ślad za znacząco wyższą wartością obligacji podążyła również wyższa niż w analogicznym okresie 2023 r. – o 85 – liczba wyemitowanych serii obligacji (przyrost o 33,1% r/r). W porównaniu z końcem trzeciego kwartału ub.r. liczba emisji była wyższa o 77 (o 29,1%) a w horyzoncie ostatnich 3 miesięcy odnotowano wzrost o 66 emisji (o 23,9%). Przyrost nominalnej wartości zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w ostatnich sześciu miesiącach wyniósł 1,45 mld zł, z czego aż 1,38 mld zł przypadło na I kwartał 2024 r.

W okresie od 1 października 2023 r. do 31 marca 2024 r. 18 samorządów zdecydowało się na wyemitowanie 82 nowych serii obligacji o łącznej wartości 1,6 mld zł. Natomiast wykup (całkowity lub częściowy), zmniejszający zadłużenie, miał miejsce w przypadku 24 emitentów – wartość wykupionych obligacji wyniosła niespełna 124,3 mln zł. Na szczególną uwagę zasługuje debiut w gronie emitentów Miasta Łodzi. Emitując 9 serii obligacji – wszystkie o tym samym wolumenie 84,9 mln zł, co dało łącznie 764,1 mln zł – znalazło się ono, w kategorii samorządów, na 2. miejscu (za niekwestionowanym od miesięcy liderem – Krakowem) wśród największych emitentów długu publicznego. Szczegóły zawierają Tabele 8, 9 i 10.

Tabela 8. Emisje jednostek samorządu terytorialnego wykupione od 1.10.2023 r. do 31.03.2024 r.

Emitent	Seria	Wartość wykupionych obligacji [tys. zł]
Brodnica	BRD1023	3 175
Elbląg	ELG0625	18 000
Gmina Barcin	BAR1125	1 400
Gmina Brzesko	BRZ1126	1 600
	BRZ1127	200
Gmina Gołdap	GLD1125	2 000
Gmina Miasto Płock	PLO1130	3 000
Gmina Miejska Mielec	MIE1131	1 000
Gmina Miejska Świdnik	SWK1123	3 400
Gmina Niepołomice	NIE1127	2 000
Gmina Olkusz	OLK1123	4 000
Gmina Piła	PIA1124	8 000
	PIA1130	500
Gmina Podgórzyn	PDG1128	400
	PDG1136	1 150
Miasto Chełm	CHE0926	2 500
Miasto Kielce	KIE1228	6 000
Miasto Marki	MKI1123	5 000
Miasto Radomsko	RMS1126	2 300
Miasto Słupsk	SL11124	4 000
	SL11128	2 000
Miasto Tarnobrzeg	TRB1123	600
Powiat Goleniowski	PGL1127	2 000
Siedlce	SIE1123	4 000
Wałbrzych	WAB1027	2 000
	WAL1025	6 000
	WAL1124	5 000
Włocławek	WCL1225	6 000
Województwo Małopolskie	WMA0224	10 000
	WMA1223	10 000
Województwo Opolskie	WOP1225	7 000
<b>Suma</b>		<b>124 225</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Jak łatwo zauważyć, analizując Tabelę 9, nieco ponad dwie trzecie nowego długu jednostek samorządu terytorialnego to emisje zaledwie trzech miast wojewódzkich: Łodzi, Krakowa i Olsztyna, a niemal połowa wartości wszystkich nowych emisji to wspomniana już wcześniej debiutująca na rynku Catalyst Łódź. Kraków z 2 emisjami na 170 mln zł umocnił pozycję lidera w tym segmencie rynku. Łączne zadłużenie tego podmiotu, opiewające w nominale 13 serii obligacji na niemal 2,63 mld zł stanowiło 37% wartości wszystkich emisji samorządowych i o prawie 1,9 mld zł (ponad trzykrotnie) przewyższało zadłużenie kolejnego wśród największych, emitenta w tej kategorii. Pierwszą piątkę tej klasyfikacji uzupełniały – podobnie jak w poprzednim półroczu – Warszawa oraz zamieniające się miejscami Wałbrzych

oraz Siedlce. Miejsce w pierwszej piątce straciło Województwo Małopolskie, które po redukcji swojego zadłużenia spadło na 8. pozycję rankingu.

W sumie wartość obligacji pięciu największych emitentów wśród samorządów osiągnęła w nominale 4,44 mld zł, co stanowiło 62,4% rynku długu komunalnego. Tym samym poziom koncentracji pierwszej piątki spadł o niespełna 2,5 p.p. w stosunku do poprzedniego okresu sprawozdawczego. Na koniec marca 2024 r. zadłużenie aż szesnastu emitentów – oprócz wymienionych w Tabeli 10 były to: Słupsk, Zamość, Województwo Małopolskie, Świnoujście, Płock, Kielce, Olsztyn, Elbląg, Niepołomice, Piła i Mielec – przekroczyło 100 mln zł. Było to o 5 podmiotów więcej niż na koniec września 2023 r. Ich łączne zadłużenie (6,21 mld zł) stanowiło według stanu na koniec I kwartału 2024 r. ponad 87,3% całego publicznego długu jednostek samorządu terytorialnego.

Tabela 9. Wartość nowych emisji jednostek samorządu terytorialnego od 1.10.2023 r. do 31.03.2024 r.

<b>Emitent</b>	<b>Wolumen emisji [tys. zł]</b>
Elbląg	32 000
Gmina Aleksandrów Łódzki	25 000
Gmina Białe Błota	27 000
Gmina Miasto Płock	15 000
Gmina Miejska Mielec	45 000
Gmina Miejska Świdnik	25 600
Gmina Niepołomice	24 000
Gmina Olsztyn	106 000
Gmina Piła	40 000
Gmina Podgórzyn	18 500
Gmina Redzikowo	4 500
Gmina Swarzędz	35 000
Kraków	170 000
Miasto Łódź	764 100
Miasto Słupsk	66 000
Miasto Zamość	68 000
Muszyna	20 000
Wałbrzych	70 000
<b>Suma</b>	<b>1 555 700</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Spośród 230 nominowanych w złotych serii obligacji korporacyjnych, 36 serii, stanowiących niemal 15,7% wszystkich emisji, zostanie wykupione jeszcze w tym roku. Kolejne 123 serie mają termin wykupu, przypadający na następne 2 lata. Stanowią one wraz



z wcześniej wymienionymi niemal 70% rynku. Kolejne ćwierć udziału rynkowego (25,7%) przypadło obligacjom, których wykup przypada za trzy i cztery lata – tych pierwszych jest ponad dwukrotnie więcej (40 vs 19).

Tabela 10. Emitenci o największym udziale w publicznym rynku obligacji komunalnych według stanu na 31.03.2024 r.

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku [%]
Kraków	KA11133	2033.11.25	6,66%	300 000	36,97%
	KA21133	2033.11.25	6,66%	20 000	
	KR11134	2034.11.25	6,93%	350 000	
	KRA0424	2024.04.27	7,17%	180 000	
	KRA0528	2028.05.07	6,45%	60 000	
	KRA0733	20.07.2033	6,77%	300 000	
	KRA0735	17.07.2035	6,83%	300 000	
	KRA1027	2027.10.01	7,24%	120 000	
	KRA1133	2033.11.25	6,66%	300 000	
	KRA1134	2034.11.25	6,93%	328 000	
	KRA1226	2026.12.22	3,96%	200 000	
	KRA1124	25.11.2024	6,30%	40 000	
	KRA1125	25.11.2025	6,30%	130 000	
<b>Razem</b>				<b>2 628 000</b>	
Łódź	LDZ1234	01.12.2034	6,86%	84 900	10,75%
	LDZ1232	01.12.2032	8,15%	84 900	
	LD11231	01.12.2031	8,10%	84 900	
	LD11232	01.12.2032	8,15%	84 900	
	LDZ1233	01.12.2033	7,88%	84 900	
	LD11233	01.12.2033	7,86%	84 900	
	LDZ1235	01.12.2035	7,04%	84 900	
	LD11234	01.12.2034	6,86%	84 900	
	LDZ1231	01.12.2031	8,10%	84 900	
<b>Razem</b>				<b>764 100</b>	
Warszawa	WAW1228	2028.12.21	7,65%	200 000	5,63%
	WAW1230	2030.12.21	7,85%	200 000	
	<b>Razem</b>				
Wałbrzych	WA11128	2028.11.25	7,01%	6 000	4,61%
	WA11130	2030.11.25	7,01%	12 000	
	WA11133	2033.11.25	6,76%	22 580	
	WA21128	2028.11.25	6,76%	22 580	
	WAB1027	2027.10.01	7,34%	17 000	
	WAL0531	2031.05.25	6,91%	7 750	
	WAL0925	2025.09.02	7,55%	8 000	
	WAL1025	2025.10.08	7,78%	12 000	
	WAL1027	2027.10.22	7,78%	27 000	
	WAL1124	2024.11.25	6,76%	5 000	
	WAL1125	2025.11.25	6,76%	6 000	
	WAL1128	2028.11.25	6,91%	4 500	
	WAL1129	2029.11.25	6,91%	5 000	
	WAL1130	2030.11.25	6,91%	10 500	
	WAL1131	2031.11.25	6,91%	10 000	
	WAL1132	2032.11.25	7,01%	12 000	
	WAL1133	2033.11.25	7,01%	10 000	
	WAL1134	2034.11.25	7,01%	10 000	

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku [%]
	WAL1136	25.11.2036	7,01%	10 000	
	WAL1137	25.11.2037	7,01%	10 000	
	WAL1138	25.11.2038	7,01%	10 000	
	WAL1139	25.11.2039	7,01%	10 000	
	WAL1140	25.11.2040	7,01%	10 000	
	WA11137	25.11.2037	7,67%	10 000	
	WA11138	25.11.2038	7,67%	10 000	
	WA11136	25.11.2036	7,67%	10 000	
	WA11139	25.11.2039	7,67%	10 000	
	WA11140	26.11.2040	7,67%	10 000	
	WA11134	27.11.2034	7,67%	10 000	
	WAL1135	26.11.2035	7,67%	10 000	
	<b>Razem</b>				
Siedlce	SI11136	2036.11.25	7,06%	29 200	4,45%
	SI11137	2037.11.25	7,06%	11 000	
	SIC1133	2033.11.25	8,31%	25 000	
	SID1131	2031.11.25	7,41%	1 900	
	SID1133	2033.11.25	7,41%	40 000	
	SID1134	2034.11.25	7,77%	22 000	
	SIE1125	2025.11.25	7,66%	2 500	
	SIE1126	2026.11.25	7,66%	2 500	
	SIE1127	2027.11.25	7,66%	2 500	
	SIE1128	2028.11.25	7,66%	2 500	
	SIE1129	2029.11.25	7,66%	2 500	
	SIE1130	2030.11.25	7,66%	2 500	
	SIE1131	2031.11.25	7,66%	700	
	SIE1132	2032.11.25	7,66%	2 500	
	SIE1133	2033.11.25	7,66%	2 500	
	SIE1134	2034.11.25	7,66%	2 500	
	SIE1135	2035.11.25	7,77%	19 000	
	SIE1136	2036.11.25	7,61%	14 000	
	SIE1137	2037.11.25	7,61%	14 000	
	SIE1138	2038.11.25	7,06%	24 000	
SIE1139	2039.11.25	7,06%	13 000		
SIL1133	2033.11.25	7,81%	80 000		
<b>Razem</b>				<b>316 300</b>	

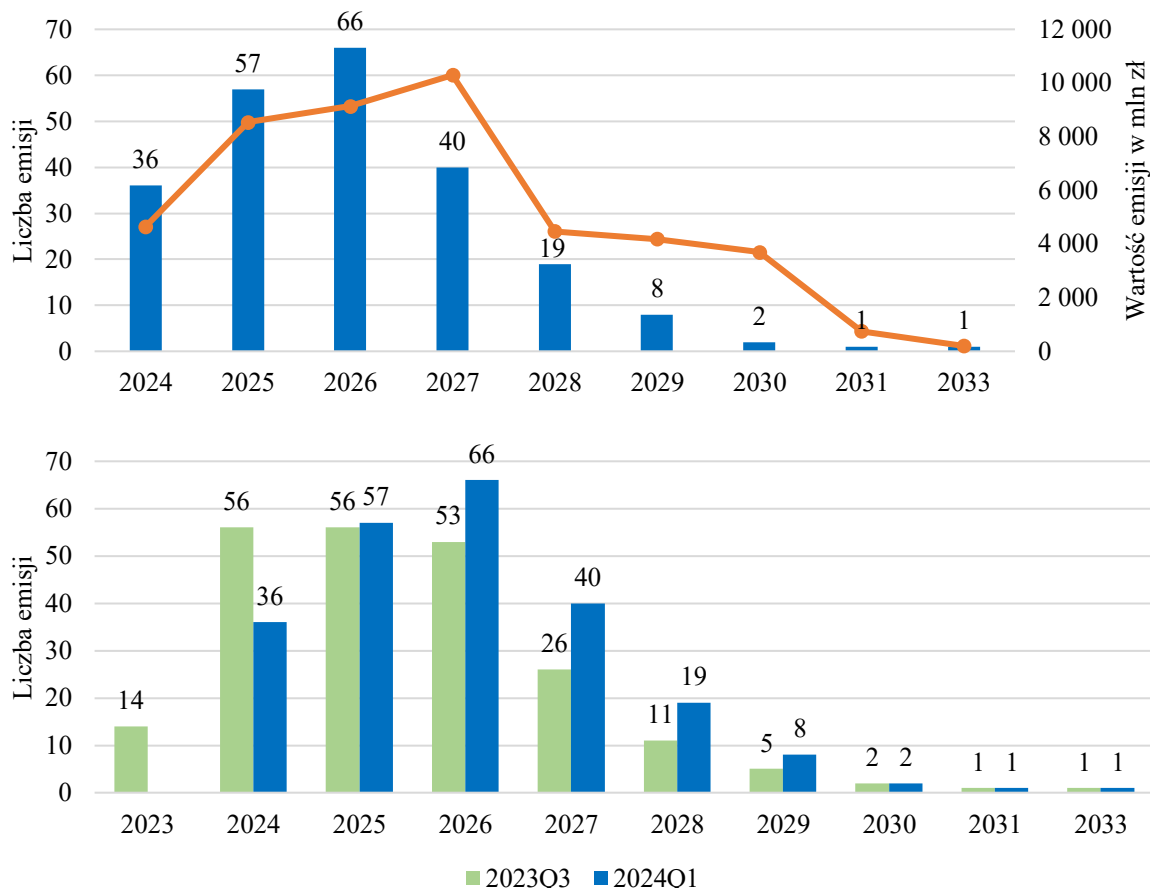
Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Łatwo stwierdzić, że łącznie te 218 serii obejmuje niemal 95% całej populacji – po raz kolejny pozostaje skonkludować, że rynek długu przedsiębiorstw charakteryzuje się krótką zapadalnością. W ostatnim półroczu nie została wyemitowana żadna obligacja o terminie wykupu przypadającym po 1 stycznia 2030 r., nadal są więc jedynie cztery takie obligacje (PEO1033,PEO0631,CPS0130,MBK1030). Za sukces należy w tej sytuacji uznać niemal dwukrotny wzrost ilości obligacji zapadających w roku 2028 i przyrost o 60% (tj. o 3 serie) obligacji o terminie wykupu dłuższym niż 5 lat.

W ujęciu wartościowym dysproporcje te są równie widoczne, jednak mają mniejszą amplitudę (maksimum wartości wykupów przypada rok później). Wynika to z faktu, iż

„najdłuższe” obligacje wyemitowane zostały przez liderujące stawce duże przedsiębiorstwa (Wykres 6).

Wykres 6. Rozkłady zapadalności obligacji przedsiębiorstw nominowanych w złotych

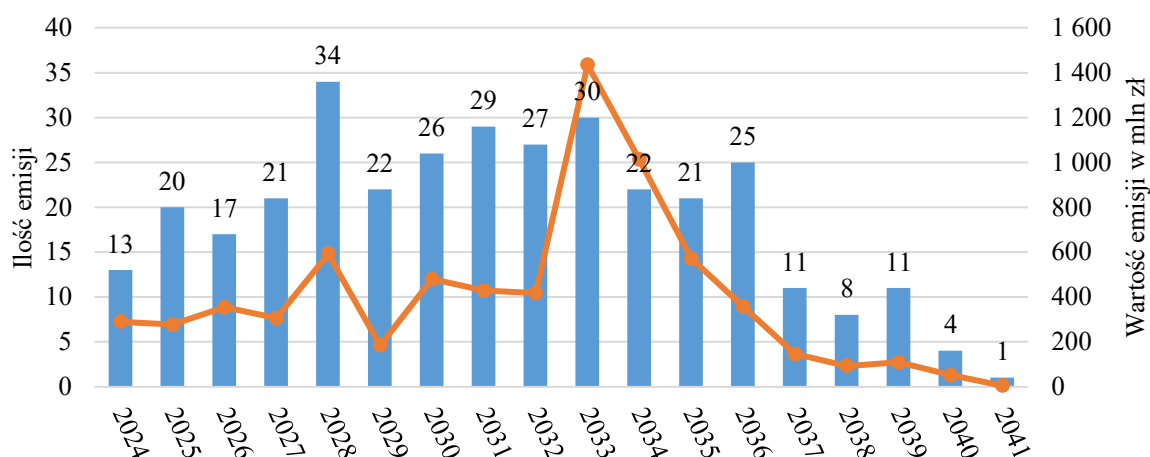


Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

W sektorze obligacji samorządowych rozkład zapadalności (Wykres 7) był bardziej spłaszczony, a jego zakres czasowy był szerszy w stosunku do powyżej prezentowanych. Spośród 342 serii notowanych na Catalyst papierów dłużnych z tego segmentu rynku niemal dwie trzecie (62,9%), a wartościowo ponad siedemdziesiąt procent (5,10 mld zł), miała datę wykupu przypadającą na lata trzydzieste XXI wieku, a w pięciu przypadkach nawet czterdzieste z maksimum wartościowym przypadającym na rok 2033. W trakcie ostatniego półrocza niemal podwojeniu (103 vs 54) uległa ilość emisji z terminem wykupu ponad dziesięcioletnim, w 16 przypadkach były to obligacje co najmniej 15-letnie.

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 13,6%.

Wykres 7. Rozkład zapadalności obligacji jednostek samorządu terytorialnego



Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

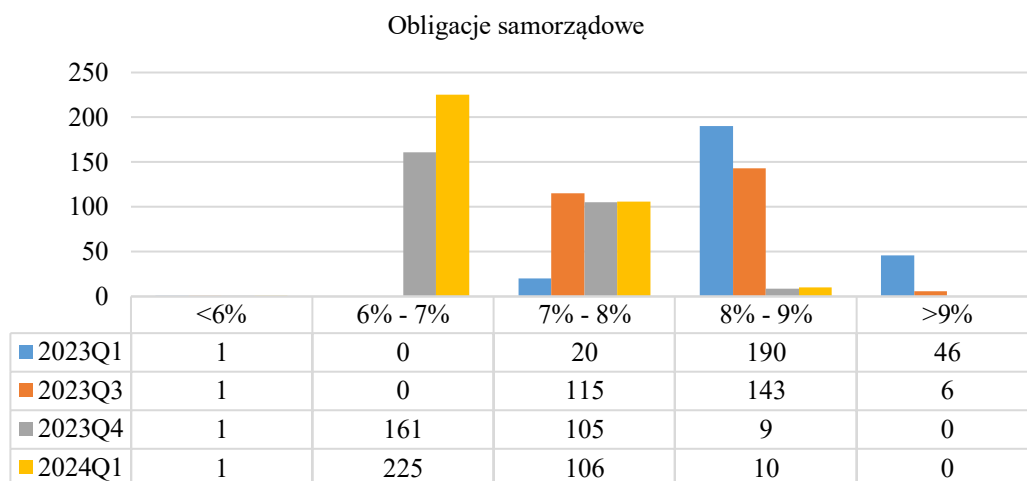
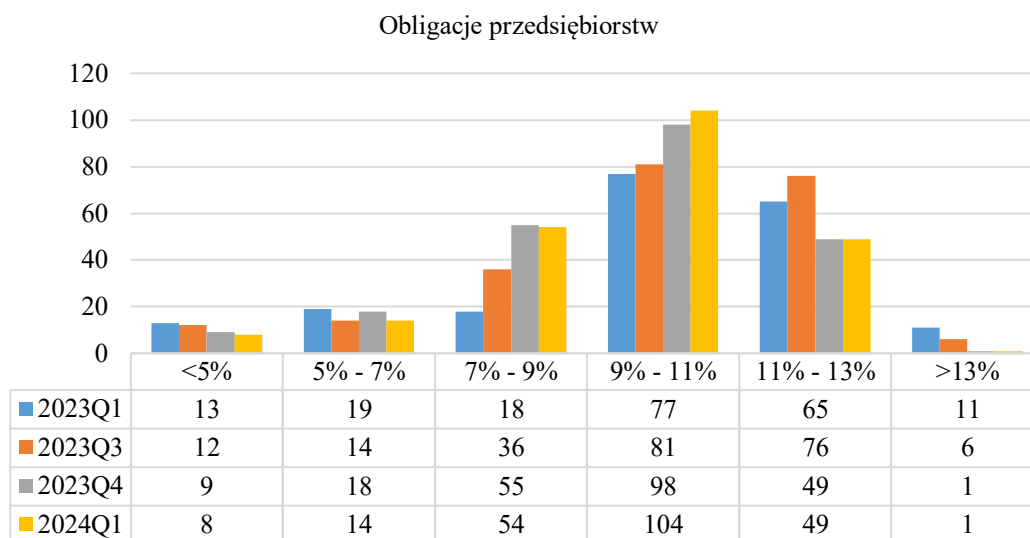
Najniższy, czteroprocentowy kupon, podobnie jak w poprzednich okresach, oferowały pięcioletnie obligacje Kruka (KRU0626). Najwyższe oprocentowanie można było uzyskać z wyemitowanych w styczniu ubiegłego roku dwuletnich obligacji BBI Development (WIBOR 6M + 7,75%).

Rozkład kuponów obligacji miał kształt niemal identyczny jak przed 6 miesiącami: w przedziale o szerokości 6 p.p., od 7,0% do 13,0%, znalazło się 90,0% emisji, niemal symetrycznie rozmieszczonych wokół maksimum zlokalizowanego w przedziale pomiędzy 10,5% a 11,0%. W tym właśnie obszarze lokowały się kupony 35 emisji (15,2%) – co było równoznaczne z marżą do stawek WIBOR z ostatniego dnia marca br., wynoszącą około 5 p.p.

Rozkład oprocentowania obligacji wyemitowanych przez jednostki samorządowe bardziej korespondował z kształtem krzywej procentowej papierów skarbowych, obejmując wąski przedział od 6,0% do 9,0%. O ile jeszcze rok wcześniej można było znaleźć na rynku sporo papierów, oferujących dwucyfrowe oprocentowanie, to na koniec I kwartału 2024 r. nie było już żadnego, który płaciłby więcej niż 9,0% od nominału. Spośród 342 obecnych na rynku papierów aż 99 (28,9%) oferowało kupon mieszczący się w przedziale o szerokość zaledwie 20 p.b., pomiędzy 6,9% a 7,1%.

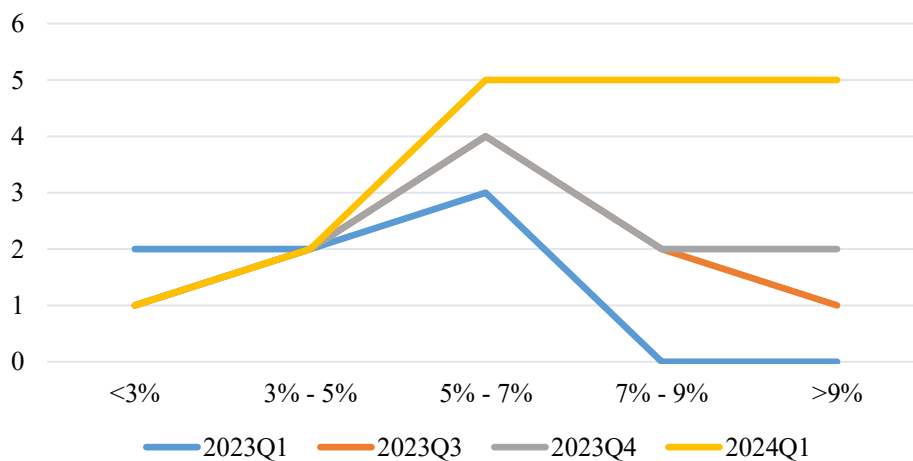
Kompletny rozkład kuponów nominowanych w złotych obligacji korporacyjnych i komunalnych w porównaniu do wcześniejszych okresów sprawozdawczych pokazano na Wykresie 8. Z kolei na rynku długu nominowanego w euro doszło do wzrostu oferowanych kuponów, co odzwierciedlało zachowanie rynków pieniężnych w strefie euro (Wykres 9).

Wykres 8. Rozkład kuponów obligacji nominowanych w złotych



Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Wykres 9. Obligacje nominowane w euro – rozkład kuponów

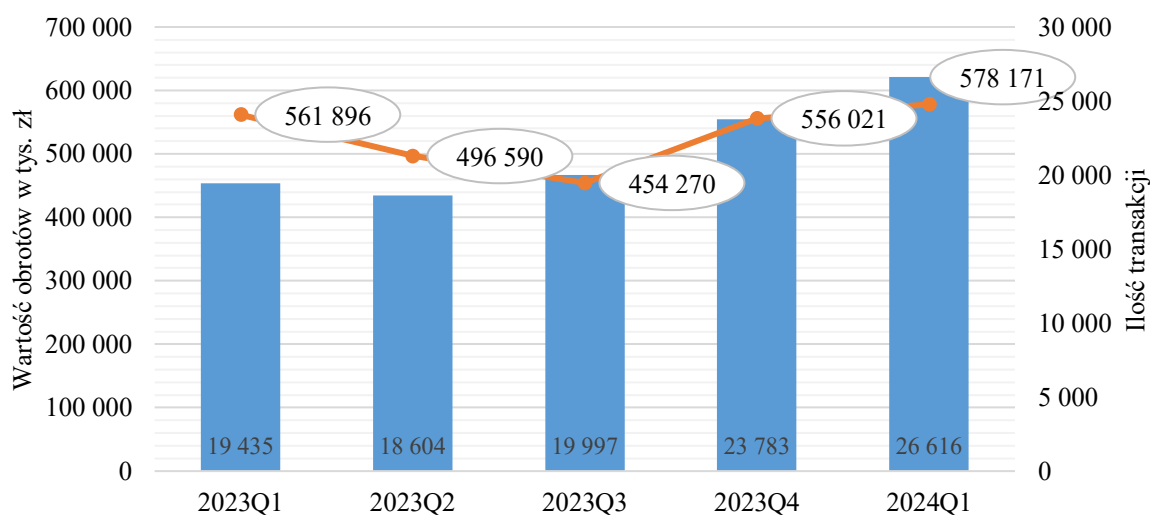


Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Aktywność rynku wtórnego tradycyjnie ograniczyła się do obligacji komercyjnych. Spośród ponad trzystu serii obligacji komunalnych obrót na wtórnym rynku w ciągu minionego półrocza, tj. od października 2023 r. do końca marca 2024 r., odnotowało zaledwie 7 walorów (z czego 5 jeszcze w 2023 r.), na których dokonano w sumie 23 transakcji na łączną kwotę 2 mln zł. Gros tego obrotu – ponad 1,9 mln zł – przypadło na 2 transakcje obligacjami warszawskimi WAW1228. Obrót obligacjami banków spółdzielczych był podobnie znikomy: w IV kwartale ub.r. wyniósł niespełna 385 tys. zł, a w I kwartale tego roku nie przekroczył 244 tys. zł.

Natomiast na rynku wtórnym obligacji przedsiębiorstw pomiędzy 1 października 2023 r. a 1 kwietnia 2024 r. zawarto o ponad 12 tys. (niemal 31,6%) transakcji więcej niż w poprzednim półroczu (50 818 vs 38 601). Wartość obrotów przekroczyła 1,13 mld zł, co oznaczało niemal 20% wzrost wobec poprzedniego kwartału. W I kwartale br. obrót wyniósł 579,4 mln zł, co było wynikiem lepszym niż rok temu o 16,5 mln zł (wzrost o 2,9%) oraz o blisko 23,3 mln zł lepszym niż kwartał temu (wzrost o 4,2%). Z perspektywy ostatnich pięciu kwartałów obroty na rynku wtórnym stabilizują się na poziomie nieco wyższym od 500 mln zł na kwartał (Wykres 10).

Wykres 10. Aktywność rynku wtórnego od 1.01.2023 r. do 31.03.2024 r.



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

Preferencje inwestorów co do wyboru kupowanych na wtórnym rynku papierów w ostatnim półroczu powoli ulegały zmianie. W pierwszej piątce emitentów o największym obrocie znalazły się zaledwie dwie państwowe korporacje finansowe PZU i Pekao. Należące

w poprzednich zestawieniach do wiodących emitentów – Alior Bank, Enea, PKO BP czy KGHM – przesunęli się nieco w dół rankingów a w ich miejsce, co już sygnalizowano w poprzednim raporcie, coraz większą popularność zdobywają walory dużych przedsiębiorstw prywatnych.

Tabela 11. Obligacje o największym obrocie na rynku wtórnym od 1.10.2023 r. do 31.03.2024 r.

Emitent	Wartość obrotu [mln zł]	Liczba transakcji	Udział w rynku [%]	Zmiana udziału [p.p.]
Ghelamco Invest	103,4	5 544	9,12	0,51
Pekao	89,9	1 523	7,92	-3,8
Kruk	80,8	6 764	7,12	1,89
PZU	70,5	297	6,22	-1,57
Echo Investment	44,4	2 723	3,91	1,22
Enea	43,9	81	3,87	0,49
Cyfrowy Polsat	43,7	1 020	3,85	-0,15
Polski Holding Nieruchomości	42,4	190	3,74	0,46
Alior	38,4	1 623	3,39	-3,49
LPP	37,2	198	3,28	3,07
KGHM	37,2	885	3,28	-0,64
Millenium	36,3	75	3,20	0,12
Cavatina Holding	32,4	2 911	2,86	1,47
Kredyt Inkaso	28,6	2 329	2,52	0,67
mBank	27,5	106	2,43	-0,96
PKO	23,8	470	2,10	-2,08
PGE	23,7	130	2,09	1,36
Santander Bank	23,6	24	2,08	1,28
<b>Suma</b>	<b>827,8</b>	<b>26 893</b>	<b>72,98</b>	<b>-</b>

Zródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

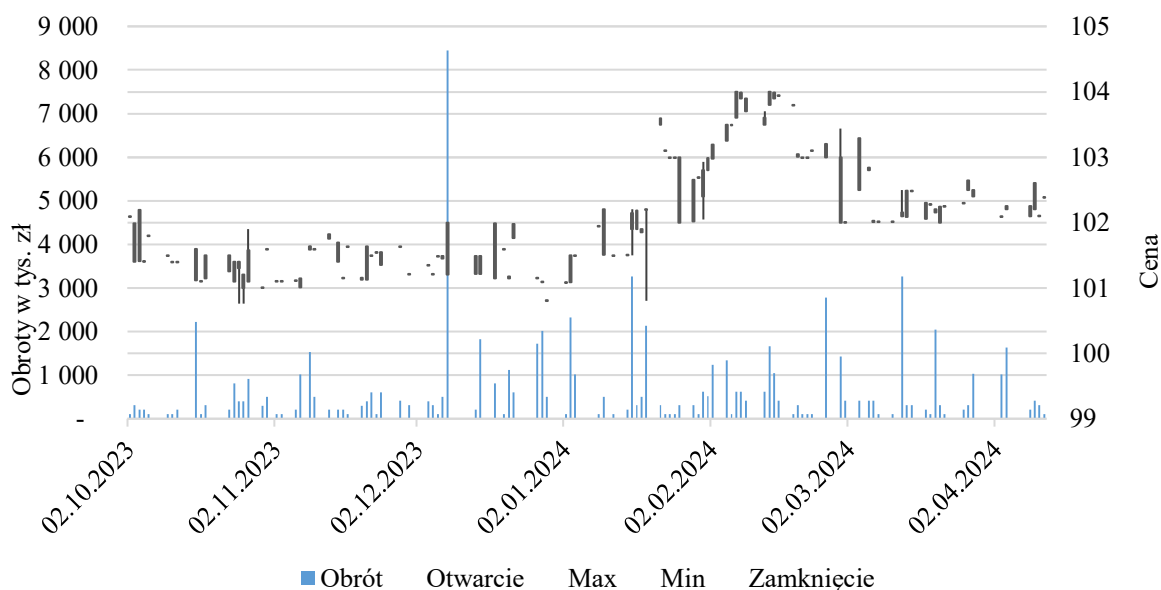
Na szczególną uwagę, oprócz takich spółek, jak Kruk czy Cyfrowy Polsat, zasługuje rosnące zainteresowanie obligacjami deweloperów (Echo Investment, Ghelamco Invest, Polski Holding Nieruchomości, Cavatina Holding). Obligacje każdego z wymienionych powyżej emitentów z sektora mieszkaniowego zanotowały w analizowanym półroczu obroty przekraczające 30,0 mln zł. Ich łączny obrót sięgnął ponad 222,0 mln zł, co stanowiło blisko 27,0% obrotów obligacjami liderujących na rynku spółek zaprezentowanych w Tabeli 11. Na uwagę zwraca fakt, że ilość transakcji w/w obligacjami miała we wspomnianym zestawieniu udział ponad 42-procentowy (11 368), co wskazuje na duże zainteresowanie klientów detalicznych omawianym sektorem.

Potwierdzeniem ostatnich spostrzeżeń było osiągnięcie przez Ghelamco Invest pozycji lidera rynku w kategorii emitenta o najwyższej wartości handlowanych obligacji. Spółka ta znalazła się również w czołówce (2. miejsce za Krukiem) emitentów których obligację są

najczęściej handlowane (5 544 transakcje). Jako jedyny emitent przekroczył on wartość obrotów na poziomie 100 mln zł w okresie półrocza, jednakże należy zauważyć, że generalnie zwiększyła się ilość emitentów, którzy odnotowali ponad dwuprocentowy udział w rynku. Poziom ten osiągnęło tym razem 18 emitentów – w minionym półroczu, aby zapewnić sobie ów udział, trzeba było zanotować obroty przekraczające 23,0 mln zł (w poprzednim wystarczyło około 4,0 mln zł mniej, a i tak poziom 2,0% przekroczyło o 4 podmioty mniej). Ogółem obrót obligacjami 18 wzmiankowanych emitentów stanowił 73% całego obrotu giełdowego.

Jednostkowo papierem dłużnym o najwyższej wartości obrotów pozostawała dziesięcioletnia obligacja PZU (PZU0727), której obrót w minionym półroczu wyniósł ponad 70,5 mln zł, co stanowiło 6,22% udziału w rynku. W tym rankingu w pierwszej trójce znalazły się jeszcze obligacje PEO1027 (4,9%) oraz PKO0827 (3,33%). Pełną listę emitentów, którzy w ostatnim półrocznym okresie odnotowali przekraczające 2,0% globalnego obrotu. Notowania PZU0727 w okresie analizowanego półrocza zilustrowano na Wykresie 11.

Wykres 11. Notowania obligacji PZU0727



Źródło: Biznesradar.pl.

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. Aktualne oceny ratingowe wybranych polskich emitentów

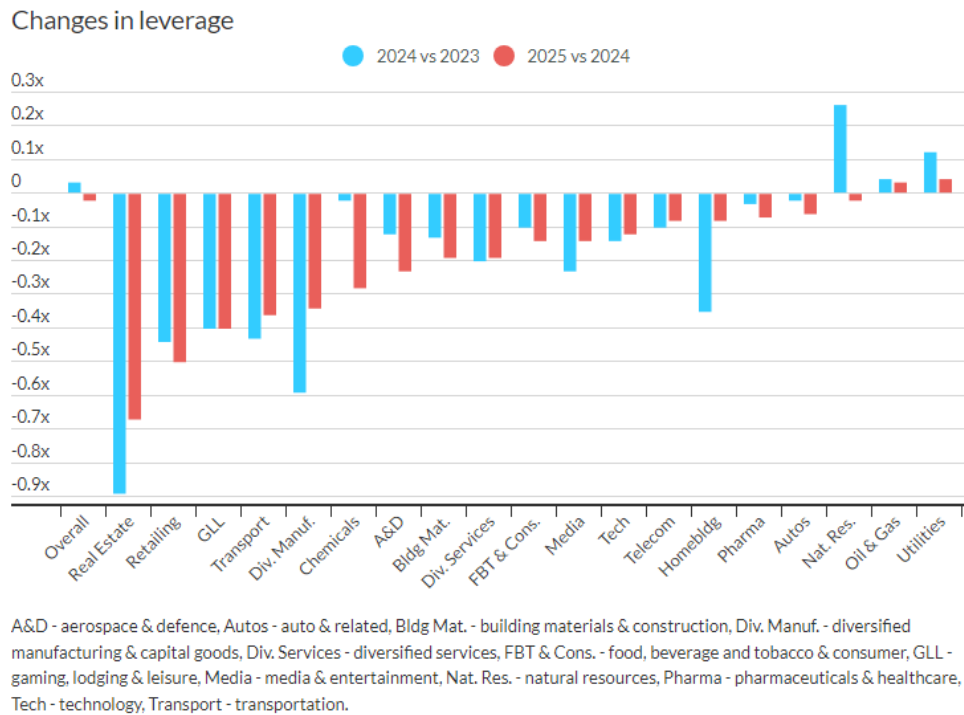
Emitent	Rating	Perspektywa	Wystawca
Alior	BB	pozytywna	Fitch Ratings
	BB+	stabilna	Standard & Poor's
	BB+	stabilna	Eurorating
Cyfrowy Polsat	BB	stabilna	Standard & Poor's
	BB	stabilna	Eurorating
	BB	stabilna	Fitch Ratings
Enea	BBB	stabilna	Fitch Ratings
KGHM	BBB-	stabilna	Eurorating
Kruk	BB	stabilna	Eurorating
	BB-	stabilna	Standard & Poor's
	Ba1	stabilna	Moody's
LPP	BBB-	stabilna	Eurorating
mBank	BBB-	stabilna	Fitch Ratings
	BBB	stabilna	Standard & Poor's
	BBB-	negatywna	Eurorating
	Baa1	negatywna	Moody's
Millenium	BB-	negatywna	Eurorating
	BB	pozytywna	Fitch Ratings
	Baa3	stabilna	Moody's
Pekao	BBB	stabilna	Fitch Ratings
	BBB+	stabilna	Standard & Poor's
	A2	stabilna	Moody's
	A-	stabilna	Eurorating
PKO	A-	stabilna	Eurorating
	A2/Prime 1	stabilna	Moody's
PZU	A-	stabilna	Standard & Poor's
Santander Bank	A-	stabilna	Eurorating
	BBB+	negatywna	Fitch Ratings
	A2	stabilna	Moody's

Zródło: obligacje.pl; www.eurorating.com.

Agencja Fitch zaprezentowała w lutym br. prognozy dla regionu EMEA (rynkı wschodzące krajów Europy, Afryki, Bliskiego Wschodu) na rok 2025. Zakładają one wyższy wzrost gospodarczy oraz wydatki konsumenckie, niższą inflację oraz spadek podstawowych stóp procentowych. Analitycy spodziewają się umiarkowanego spadku cen surowców, w szczególności węglowodorów. Prognozują, że łączna dźwignia korporacyjna w regionie EMEA będzie stabilna w 2025 r., chociaż spodziewają się, że niektóre sektory będą bardziej skoncentrowane na zmniejszaniu zadłużenia w perspektywie krótko- i średnioterminowej.

W tej grupie znajdzie się w ich opinii sektor nieruchomości, który będzie obniżał zadłużenie, wykorzystując istniejącą płynność i wpływy ze sprzedaży. Przewidują dalszy wzrost zadłużenia w sektorze użyteczności publicznej, będący efektem nakładów inwestycyjnych na złożone projekty w szczególności związane z transformacją energetyki.

Wykres 12. Sektorowe tendencje zadłużenia w regionie EMEA wg agencji Fitch Ratings



Źródło: .Fitchratings.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 od 1.10.2023 r. do 31.03.2024 r.

Rodzaj lokaty	III kw. 2023 r.		IV kw. 2023 r.		I kw. 2024 r.
	Wartość nominalna [tys. zł]	Udział [%]	Wartość nominalna [tys. zł]	Udział [%]	Wartość nominalna [tys. zł]
bony pieniężne	7 059 120	67,14%	8 360 000	70,67%	9 739 579
obligacje skarbowe	273 500	2,60%	273 500	2,31%	287 500
obligacje komercyjne	21 270	0,20%	22 132	0,19%	b.d.
obligacje komunalne	121 159	1,15%	134 245	1,13%	130 695
obligacje „państwowe”	3 039 700	28,91%	3 039 700	25,70%	2 845 700
<b>Suma</b>	<b>10 514 749</b>	<b>100,00%</b>	<b>11 829 577</b>	<b>100,00%</b>	

Źródło: SGB-Bank SA, sprawozdania NB300.

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

Emitent	Zaangażowanie w zł
ENEA	1 931 054
ORLEN	10 538 494
Pekao	1 020 932
PKO BP	1 019 911
PZU	821 895
SGB Leasing	6 800 000
<b>Suma</b>	<b>22 132 286</b>

Źródło: Sprawozdania NB300 na dzień 31.12.2023 r.

\* na dzień sporządzenia raportu sprawozdania NB300 za I kwartał 2024 r. nie były dostępne

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 99,0% 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 SA. Konkludując: pozostałe instrumenty dłużne to właściwie jedynie zaangażowanie w obligacje samorządowe w kwocie około 130 mln zł, czyli nieco ponad 1,0% portfela papierów dłużnych i w stosunku do poprzedniego sprawozdania wzrosła o ok. 9,5 mln zł (7,9%).

Na inwestycje w papiery komunalne składały się zaangażowania 19 banków spółdzielczych w obligacje 37 emitentów reprezentujących samorządy szczebla gminnego, miejskiego i powiatowego. Papiery 28 emitentów znalazły się w portfelach więcej niż jednego banku, w przypadku sześciu emitentów nabywcą było nie mniej niż trzech uczestników Systemu Ochrony SGB, rekordzistą pod tym względem podobnie jak w poprzednim półroczu była Gmina Sierakowice, której obligacje posiadało 5 banków.

Emitent ten znalazł się również w grupie trzech jednostek samorządu terytorialnego o największym wolumenie, wśród inwestycji dokonanych przez banki spółdzielcze Zrzeszenia SGB w papiery samorządowe – sumaryczna wartość tych obligacji w aktywach banków na koniec I kwartału 2024 r. wyniosła 16,8 mln zł i ustępowała tylko wartości obligacji Gminy Pelplin (25,2 mln zł), będących w posiadaniu trzech banków. Na 3. miejscu w tej klasyfikacji znalazła się tym razem Gmina Kotła, której obligacje posiadały 2 banki, a ich wartość nominalna sięgnęła 8,3 mln zł.

Ranking pięciu emitentów obligacji jednostek samorządu terytorialnego o największym udziale w portfelu banków spółdzielczych uzupełniały: Miasto Wągrowiec (7,8 mln zł) i Gmina Czarna Woda (6,5 mln zł) – każda z tych obligacji znalazła dwóch nabywców. W sumie obligacje tych 5 emitentów – o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 64,5 mln zł – stanowiły niemal połowę portfela (49,3%) obligacji komunalnych, obecnych na koniec I kwartału 2024 r. w aktywach banków spółdzielczych.

Istotny (ponad trzyprocentowy) udział w portfelu odnotowały ponadto obligacje Ścinawy, Szemudu, Sławy, Lubrańca oraz Powiatu Czarnkowsko-Trzcianeckiego. Łączny udział wymienionych powyżej 10 jednostek samorządu terytorialnego w globalnej wartości inwestycji w papiery samorządów dokonanych przez banki spółdzielcze przekroczył 70,7%, zamykając się kwotą 92,4 mln zł. Wykaz całego portfela obligacji samorządowych będących w posiadaniu banków z Grupy SGB przedstawiono w Tabeli 15.

Tabela 15. Emitenci obligacji komunalnych, utrzymywanych przez banki spółdzielcze, Uczestników Systemu Ochrony SGB, na koniec marca 2024 r.

<b>Emitent</b>	<b>Wartość nominalna [zł]</b>	<b>Liczba Uczestników Systemu Ochrony SGB</b>
Pelplin	25 200 000	3
Sierakowice	16 760 000	5
Kotła	8 300 000	2
Wągrowiec	7 779 000	2
Czarna Woda	6 450 000	2
Ścinawa	6 154 000	2
Szemud	5 750 000	2
Sława	5 700 000	2
Lubraniec	5 700 000	2
Powiat Czarnkowsko - Trzcianecki	4 650 000	3
Powiat Żnin	3 650 000	4
Biesiekierz	2 800 000	2
Gródek	2 602 000	3
Powiat Kościan	2 600 000	3
Września	2 400 000	2
Pajęczno	2 200 000	2
Środa Wielkopolska	2 194 000	2
Nowe	2 100 000	2
Pniewy	2 000 000	2
Morzeszczyn	2 000 000	2
Białogard	1 900 000	1
Stare Miasto	1 553 000	2
Czempiń	1 200 000	1
Odolanów	1 100 000	1
Nieszawa	1 050 000	2
Kuślin	1 000 000	1
Sulęczyno	1 000 000	2
Działoszyn	850 000	2
Kcynia	850 000	2
Dygowo	802 000	2
Leszno	750 000	1
Bełżec	750 000	2
Wschowa	400 000	1
Warlubie	221 000	1
Nakło	130 000	1
Czaplinek	100 000	1
Sławoborze	50 000	1

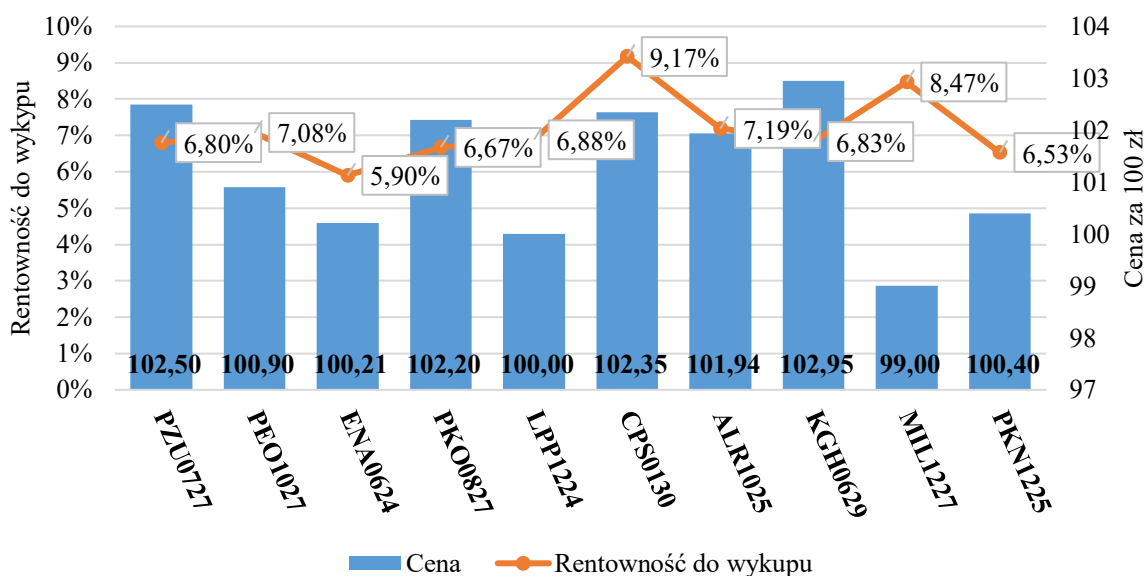
Źródło: SGB-Bank SA.

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

### 1) Rynek obligacji i rynek akcji

Charakterystykę rynku dłużnych papierów komercyjnych przedstawiono szczegółowo w rozdziale 3.1. Rentowność brutto do wykupu na dzień 31.03.2024 r. dla dziesięciu serii obligacji korporacyjnych o najwyższych obrotach na rynku Catalyst zanotowanych w okresie analizowanego półrocza mieściła się, za wyjątkiem dwóch serii obligacji – CPS0130 i MIL1227 – w przedziale o szerokości 1,3 p.p. od 5,9% do 7,2% (Wykres 13). Trudno w zasadzie doszukać się przyczyn dla odmiennego postrzegania przez rynek tych akurat dwóch wymienionych obligacji – ryzyko, mierzone wartością ratingów nie odbiega od przeciętnej dla całej grupy (Tab.12). O ile obligacje Cyfrowego Polsatu należały do najchętniej kupowanych papierów (11 pozycja z ponad 730 transakcjami w trakcie półrocza), o tyle papiery banku Millenium to pod tym względem jeden z outsiderów (51 transakcji w ciągu 6 miesięcy i odległa 154. pozycja).

Wykres 13 Rentowność do wykupu na dzień 31.03.2024 r. dla obligacji o największym obrocie od 1.10.2023 r. do 31.03.2024 r.



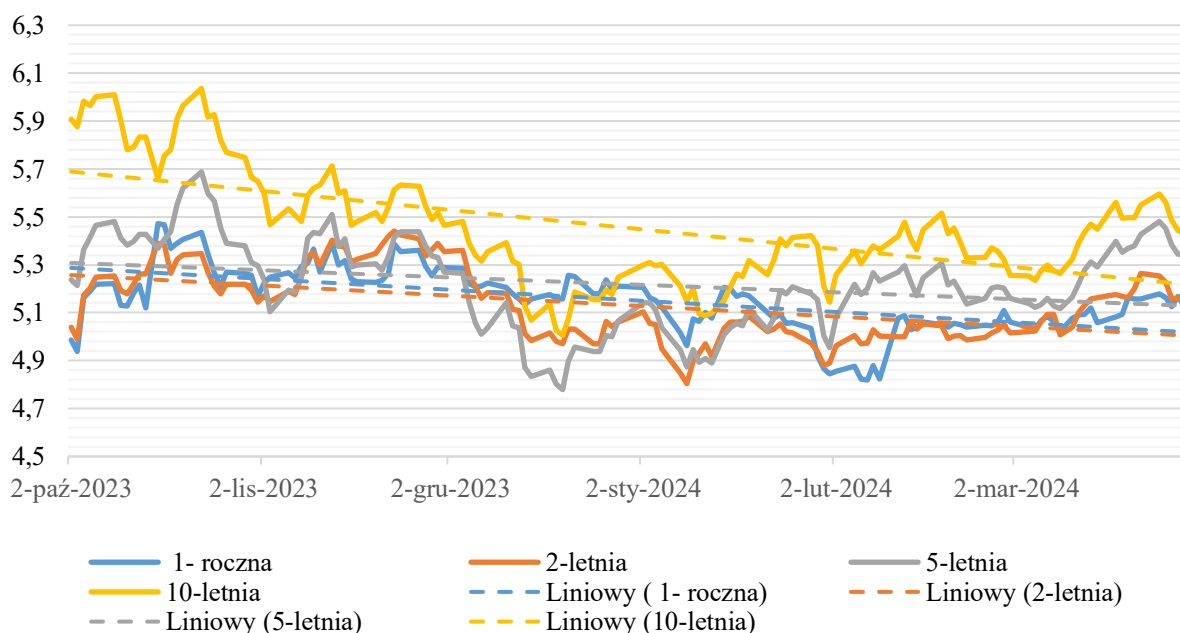
Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl, obliczenia własne.

Długoterminowe obligacje skarbowe oferowały w tym czasie nieco niższą rentowność. W analizowanym okresie zauważalny był trend spadkowy rentowności obligacji skarbowych, jednak jego impet znacząco wyhamował w porównaniu z poprzednim półroczem, osiągając

minimum na przełomie starego i nowego roku. W okresie ostatnich trzech miesięcy można zauważyć stabilizowanie się ocen ryzyka w trendzie bocznym wyznaczanym przedziałem pomiędzy 5,0% a 5,5%. Na dzień 31.03.2024 r. rentowność obligacji 10-letnich ukształtowała się na poziomie ok. 5,4% tj. około 45 pb. niżej od poziomu sprzed 6 miesięcy. Wyraźne „rozwarstwienie” rentowności, które miało miejsce jeszcze dwa, trzy kwartały temu, zostało praktycznie zniwelowane, a notowania obligacji poruszają się w równoległych, płaskich korytarzach wynikających z klasycznych modeli wycen (Wykres 14).

Biorąc pod uwagę wspomniany wcześniej przedział od 5,9% do 7,2% charakteryzujący większościowy (pod względem obrotu) zakres rentowności papierów komercyjnych łatwo zauważyć, że dominujący poziom marży za ryzyko „nieskarbowe” wynosi obecnie maksymalnie 2,75 p.p. w odniesieniu do rentowności obligacji PL10YT. Odnosząc tą sytuację do mającej miejsce w ubiegłym roku można stwierdzić, że spadek rentowności obligacji przedsiębiorstw był głębszy w ostatnich miesiącach niż obligacji skarbowych. Niższa premia za ryzyko była z dużym prawdopodobieństwem spowodowana zwiększonym popytem, na co zwracano uwagę zarówno w poprzednim raporcie, jak i w większości komentarzy analitycznych.

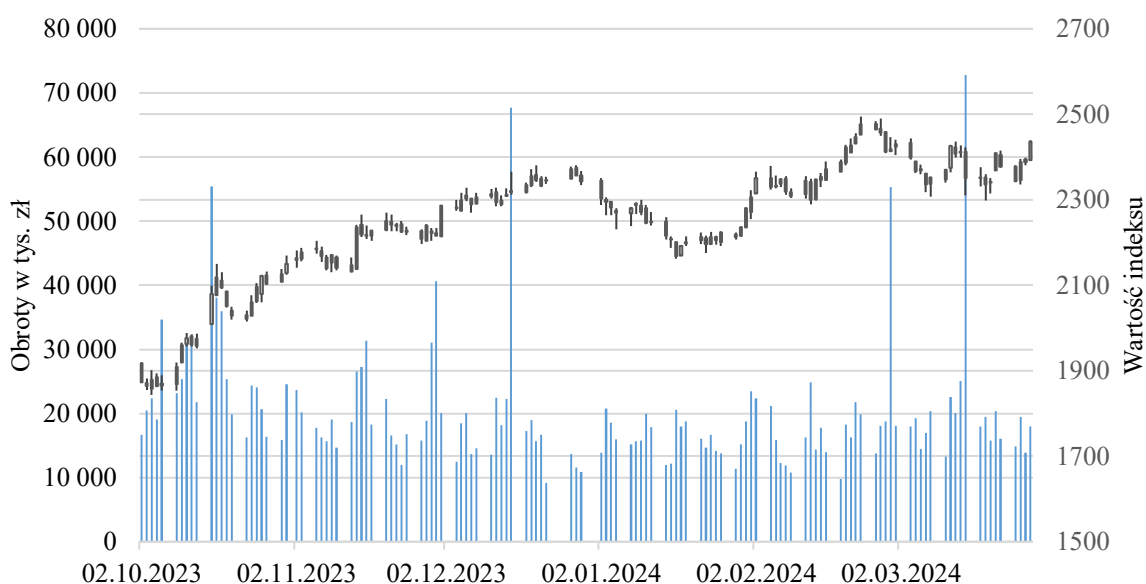
Wykres 14. Rentowność polskich obligacji skarbowych w okresie od października 2023 r. do kwietnia 2024 r.



Źródło: Reuters.

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

Wykres 15. Wartość indeksu WIG20 od października 2023 r. do kwietnia 2024 r.



Źródło: GPW.pl.

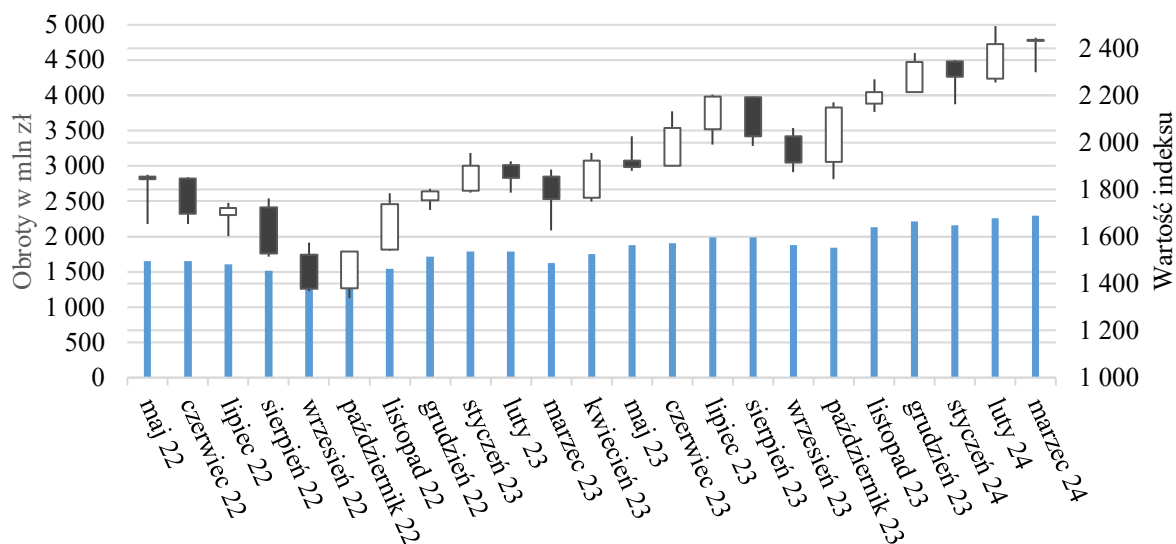
Indeks WIG20 w ostatnim półroczu kontynuował zapoczątkowany jesienią 2022 r. dłuższy cykl wzrostowy (Wykresy 15–16). Zgodnie z komentarzem z poprzedniego raportu okres sierpnia i września 2023 r. był klasycznym dla długoterminowego trendu okresem korekty technicznej przed kolejną falą wzrostów. Podobna formacja korekcyjna zaczęła się kształtować pod koniec pierwszego kwartału 2024 r. Po niej powinien nastąpić kolejny – być może już ostatni przed dłuższą korektą – etap wzrostów. Od początku obecnej hossy liczonej od minimum, z końca września półtora roku temu, indeks WIG20 zyskał już ponad 80,0%.

Ostatnie półrocze, obejmujące ostatni kwartał 2023 r. i pierwszy kwartał obecnego roku WIG20 zakończył na bardzo solidnym, ponad 30-procentowym, plusie. Był to wynik lepszy



o kilka punktów procentowych od wyników osiągniętych przez indeksy największych giełd światowych w Tokio i Nowym Jorku i znacznie lepszy od pozostałych parkietów europejskich.

Wykres 16. Długoterminowy cykl wzrostowy WIG20 – wykres świecowy miesięczny



Źródło: GPW.pl.

Tabela 16. Zmiany indeksów giełdowych od października 2023 r. do kwietnia 2024 r.

INDEKS	NASDAQ100	S&P500	FTSE100	DAX	NIKKEI225	CAC40	WIG20
<b>Kurs Otwarcia</b>	14 837	4 288	7 608	15 387	31 858	7 135	1 873
<b>Kurs Maksymalny</b>	18 339	5 254	7 952	18 492	40 888	8 206	2 477
<b>Data</b>	22.03.2024	28.03.2024	28.03.2024	28.03.2024	22.03.2024	28.03.2024	23.02.2024
<b>Kurs Minimalny</b>	14 110	4 117	7 291	14 687	30 602	6 795	1 864
<b>Data</b>	26.10.2023	27.10.2023	27.10.2023	27.10.2023	26.10.2023	27.10.2023	05.10.2023
<b>Kurs Zamknięcia</b>	18 255	5 254	7 952	18 492	40 369	8 206	2 436
<b>Δ 1</b>	3 418	966	344	3 105	8 511	1 071	563
<b>Δ 2</b>	23,04%	22,53%	4,52%	20,18%	26,72%	15,01%	30,06%
<b>Δ 3</b>	4 229	1 137	661	3 805	10 286	1 411	613
<b>Δ 4</b>	29,97%	27,62%	9,07%	25,91%	33,61%	20,77%	32,89%

- 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.

W okresie półrocza od października 2023 r. do kwietnia 2024 r. najważniejsze globalne indeksy giełdowe były skorelowane niemal w stu procentach, wszystkie osiągały minima

i maksima w tym samym – niemal co do dnia – czasie. Wszystkie kontynuowały hossę, co pozwoliło zakończyć im cały sześciomiesięczny okres na plusach – w czterech przypadkach (za wyjątkiem Londynu i Paryża) zyski wyniosły ponad dwadzieścia procent.

## 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 14 banków spółdzielczych, a ich wartość bilansowa wg stanu na koniec ub.r., w oparciu o sprawozdania obowiązkowe, przekazane przez banki, wynosiła 68,9 mln zł.

Tabela 17. Stopy zwrotu funduszu SGB Dłużny SFIO według stanu w dniu 28.03.2024 r.

Wyszczególnienie	1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Stopa zwrotu	0,04%	0,70%	3,68%	0,76%	8,26%	14,51%	-6,94%
Średnia w grupie	0,15%	0,53%	4,80%	0,56%	9,35%	15,83%	-2,25%
Pozycja w grupie	19/29	8/19	23/29	8/19	21/29	16/29	21/27

Zródło: Analizy.pl.

W okresie ostatnich miesięcy SGB Dłużny SFIO odnotował pozytywne wyniki –krótko i średnioterminowe (do 24 miesięcy włącznie) stopy zwrotu były dodatnie, jednak na tle innych funduszy o porównywalnym profilu nie były to wyniki wyróżniające się in plus. Jedynie w dwóch horyzontach czasowych – trzymiesięcznym i rocznym – fundusz wykazywał stopy zwrotu wyższe od przeciętnych.

Opracowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zweryfikowali: Maciej Białkowski, Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zaakceptował: Michał Jurek