



Raport rynkowy
nr 2/2024

Poznań, listopad 2024 r.

Spis treści

1. Streszczenie.....	3
2. Uwarunkowania makroekonomiczne.....	8
3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym	13
4. Analiza portfeli dłużnych papierów komercyjnych w posiadaniu banków spółdzielczych.....	23
1) Sytuacja na rynku komercyjnych dłużnych papierów wartościowych	23
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	47
1) Rynek obligacji i rynek akcji	47
2) Rynek funduszy inwestycyjnych	51

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.

Globalna gospodarka jest odporna na zaburzenia, zaś inflacja stopniowo słabnie. Do ryzyk dla wzrostu gospodarczego należą obecnie napięcia geopolityczne i zaburzenia w wymianie handlowej. Istotnym zagrożeniem jest też możliwość pogorszenia sytuacji na rynku pracy, jak również wolniejsza od spodziewanej dezinflacja.

Koniunktura gospodarcza w Polsce ulega stopniowej poprawie. W II kwartale 2024 r. realny PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) zwiększył się o 3,2% r/r. Wpłynęło na to zwiększenie popytu krajowego o 4,3% i ujemne saldo obrotów handlu zagranicznego. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych zwiększyło się o 4,7% r/r, a nakłady brutto na środki trwałe urosły o 2,7%, szybciej od oczekiwań.

Ożywienie inwestycyjne w gospodarce nie pochodzi obecnie z sektora przedsiębiorstw prywatnych. Jest skoncentrowane w sektorze publicznym, będąc w części wynikiem zwiększania wydatków zbrojeniowych.

Przedsiębiorstwa przygotowują się do ożywienia popytu w gospodarce. Z publikowanych przez S&P Global wyników badań na temat koniunktury w polskim sektorze przemysłowym wynika jednak, że wciąż słaby jest napływ nowych zamówień, zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Producenci zmniejszają produkcję, a poziom zaległości produkcyjnych maleje.

Biorąc to pod uwagę, nie dziwi umiarkowana dynamika produkcji sprzedanej przemysłu. Niemrawo rozwija się działalność budowlano-montażowa. Koniunkturę w budownictwie hamuje słabość rynku mieszkaniowego oraz ograniczone jeszcze wykorzystanie napływających funduszy unijnych.

Słaba pozostaje koniunktura w rolnictwie. Z cyklicznie prowadzonych na ten temat badań GUS wynika, że w połowie bieżącego roku prognozy rolników, dotyczące sytuacji ich gospodarstw rolnych na drugie półrocze 2024 r., były bardziej pesymistyczne w porównaniu z prognozami na pierwsze półrocze. Najbardziej negatywnie oceniano opłacalność produkcji rolniczej. Blisko 30% gospodarstw ukierunkowanych na produkcję roślinną, jak i gospodarstw

wielokierunkowych, wskazało, że wojna w Ukrainie miała poważny wpływ na ich funkcjonowanie.

Dynamika konsumpcji jest stabilna, choć spożycie nie powróciło jeszcze do poziomu sprzed pandemii COVID-19. Utrzymuje się wysoka sprzedaż pojazdów samochodowych. Wzrost dochodów rozporządzalnych poprawia wyniki sprzedaży żywności. Słaba jest jednak dynamika sprzedaży dóbr trwałego użytku.

Systematycznie pogarsza się sytuacja w wymianie handlowej z zagranicą. Osłabienie obejmuje przede wszystkim sprzedaż eksportową dóbr trwałego użytku i samochodów. Na odbicie wyników importu wpływa za to wzrost popytu krajowego. W efekcie rosną zakupy zagranicznych dóbr trwałego użytku, na stabilnym poziomie utrzymuje się też import dóbr inwestycyjnych. Umacnia się dynamika importu produktów rolnych, a także samochodów osobowych, tylko w pewnym stopniu hamowana słabymi wynikami polskiego sektora eksportowego w branży motoryzacyjnej. Wzrostowi popytu w Polsce nie towarzyszy jednak adekwatne ożywienie wśród naszych głównych partnerów handlowych, ze szczególnym uwzględnieniem Niemiec.

Stopniowe osłabianie inflacji w Polsce zostało zakończone wskutek częściowego zniesienia tzw. tarcz antyinflacyjnych. Od lipca 2024 r. wskaźnik CPI systematycznie rośnie. Dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych pozostaje jednak niższa niż dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw. Podtrzymaniu dynamiki wynagrodzeń sprzyja stabilna sytuacja na rynku pracy, przejawiająca się m.in. w stopie bezrobocia rejestrowanego, od miesięcy oscylującej wokół 5,0%.

Wsparciem dla dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych są transfery socjalne, wynikające 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, uruchomienie świadczenia na opiekę nad dzieckiem (tzw. „babciowe”) i podwyższenie kwoty świadczenia wychowawczego (tzw. „800+”).

W kolejnych miesiącach można się spodziewać wyższych odczytów wskaźnika CPI. Będzie to efektem wspomnianego już częściowego zniesienia tzw. tarcz antyinflacyjnych i wywołanego nim wzrostu cen energii, gazu i ciepła. Inflację stymulują też ożywienie popytu zagregowanego i stabilnie rosnąca konsumpcja indywidualna, a także przywrócenie stawki podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe od 1 kwietnia 2024 r. Po wygaśnięciu proinflacyjnego wpływu częściowego uwolnienia cen energii, gazu i ciepła inflacja będzie jednak powoli powracać do celu inflacyjnego NBP.

Władze monetarne największych gospodarczo krajów świata rozpoczęły łagodzenie polityki pieniężnej. W Stanach Zjednoczonych Federalny Komitet Otwartego Rynku na wrześniowym posiedzeniu zdecydował o obniżce stopy funduszy federalnych o 50 p.b., do przedziału 4,75–5,00%. Intencją Komitetu jest dalsze obniżanie stopy funduszy federalnych. Inwestorzy oczekują na koniec 2024 r. stopy funduszy federalnych w przedziale 4,25–4,50%. W 2025 r. mają nastąpić dalsze obniżki stopy funduszy federalnych, do poziomu 3,75–4,00%.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego na wrześniowym posiedzeniu, zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami, jednogłośnie dokonała obniżek podstawowych stóp procentowych w strefie euro. Rada obniżyła stopę depozytu w banku centralnym o 25 p.b., do 3,50%. Ponadto, w następstwie przeglądu systemu operacyjnego, różnica między stopą procentową podstawowych operacji refinansujących a stopą depozytu została zwężona do 15 p.b., stąd stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących (referencyjna), została łącznie obniżona z 4,25% do 3,65%. Stopa kredytu w EBC została obniżona do 3,9%. Na październikowym posiedzeniu Rada obniżyła podstawowe stopy procentowe w strefie euro o kolejne 25 p.b., uznając, że proces inflacji postępuje, a warunki finansowania są wciąż restrykcyjne. Stanowisko Rady stanowi zapowiedź kolejnych obniżek.

Inne główne banki centralne również kontynuują cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Czyni tak również Zarząd Czeskiego Banku Narodowego, i to już od grudnia 2023 r. Łączna skala obniżek stopy referencyjnej wyniosła do września 2024 r. już 275 p.b. Z kolei Rada Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Węgier rozpoczęła cykl łagodzenia polityki pieniężnej w październiku 2023 r. Od tamtej pory stopa referencyjna została obniżona jedenaście razy i spadła z 13,0% do 6,5%.

W Polsce Rada Polityki Pieniężnej ostatni raz dokonała zmiany podstawowych stóp procentowych NBP we wrześniu i październiku 2023 r., gdy zdecydowała o ich obniżeniu łącznie o 100 p.b. Minicykl łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce został wówczas zakończony, a stopa referencyjna wciąż wynosi 5,75%.

W ocenie Rady po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy.

Na konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, na którym prezentowano ostatnią projekcję inflacji i PKB, prezes NBP A. Glapiński sformułował

zapowiedź utrzymania niezmiennych stóp procentowych także w 2025 r. Zdaniem prezesa NBP, przestrzeń do rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej pojawi się dopiero wtedy, gdy inflacja, mierzona wskaźnikiem CPI, zacznie się obniżać w kierunku celu inflacyjnego ($2,5\% \pm 1$ p.p.), a to – według niego – ma nastąpić dopiero w 2026 r. W kolejnych dniach wydzwięk konferencji prezesa NBP był łagodzony przez wypowiedzi członków RPP i Zarządu NBP, którzy wskazywali na możliwość rozpoczęcia dyskusji na temat obniżek podstawowych stóp procentowych na przełomie I i II kwartału 2025 r. Do rozpoczęcia cyklu łagodzenia dojdzie więc zapewne w 2025 r. Takie są też bieżące oczekiwania rynkowe. Biorąc pod uwagę, że I kwartał 2025 r. będzie jeszcze stać pod znakiem podwyższonej inflacji CPI, można zakładać, że do obniżki podstawowych stóp procentowych NBP dojdzie na przełomie II i III kwartału 2025 r.

Utrzymywanie stabilnych stóp procentowych na krajowym rynku wspiera złotego, podobnie jak napływ środków unijnych. Atrakcyjność polskiej waluty zwiększa też rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, a także obniżki stóp procentowych w innych krajach regionu. I choć przełamywanie kolejnych aprecjacyjnych poziomów oporu na rynku walutowym może być już utrudnione, to silna deprecjacja złotego wydaje się mało prawdopodobna, ponieważ redukcje podstawowych stóp procentowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w warunkach stabilizacji tychże w Polsce podtrzymują atrakcyjność rodzimej waluty i jej wykorzystanie w transakcjach *carry trade*.

Przedstawione czynniki oddziałują również na rynek długu. Oczekiwania na nadchodzące złagodzenie polityki pieniężnej w Polsce doprowadziły do spadku rentowności polskich SPW na rynku wtórnym. Na wycenę SPW pozytywnie wpływa podtrzymanie ocen ratingowych Polski przez główne agencje. Obniża ją zapowiedź nowelizacji ustawy budżetowej i dalszego wzrostu długu publicznego.

W minionym półroczu na rynku publicznym dłużnych papierów wartościowych utrwały się tendencje wzrostowe. W porównaniu do końca trzeciego kwartału roku ubiegłego wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła znacząco, o 14,6 mld zł tj. o 25,6%. Od początku obecnego roku wzrost wyniósł blisko 11,1 mld zł (18,2%) a w okresie półrocza, które minęło od poprzedniego sprawozdania, 8,1 mld zł (12,7%). Tylko w ostatnich trzech miesiącach wolumen rynku powiększył się o 6,1%, czyli o 4,1 mld zł. Liczba emitentów wzrosła o siedmiu, zarówno w horyzoncie rocznym, jak i półrocznym.

W ciągu ostatniego kwartału liczba emitentów pozostała niezmienną. Liczba uplasowanych serii obligacji wzrosła w skali roku o 122 (przyrost o 24,3%), liczba emisji

nominowanych w euro wzrosła ponad dwukrotnie (22 vs 10). Najwyższy ilościowy przyrost – o 82 pozycje rok do roku – odnotowała kategoria obligacji komunalnych, jednak w horyzoncie minionych 6 i 3 miesięcy przyrost ten nie był już tak spektakularny, wynosząc odpowiednio 5 i 8 emisji.

Na rynku wtórnym obligacji przedsiębiorstw pomiędzy początkiem kwietnia 2024 r. a końcem września 2024 r. zawarto 50 741 transakcji, co było wynikiem zbliżonym do uzyskanego w trakcie wcześniejszych 6 miesięcy (50 399). Wartość obrotów przekroczyła 1,13 mld zł. W pierwszej piątce emitentów o największym obrocie prym wiodły przede wszystkim papiery spółek państwowych, i to najczęściej z sektora finansowego. W pierwszej piątce emitentów o największym obrocie utrzymała się – ponownie na pierwszym miejscu – zaledwie jedna niepaństwowa spółka, a mianowicie Ghelamco Invest.

Indeks dwudziestu największych polskich spółek, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych, wydaje się, że wyczerpał potencjał wzrostowy. Silna linia oporu na poziomie 2 600 pkt. nie została ani razu naruszona, a próby jej przekroczenia w trakcie kolejnych fal wzrostowych, notujących lokalne maksima (pod koniec maja, na początku lipca i września) osiągały coraz niższe wartości szczytowe. Na koniec września bieżącego roku WIG20 znajdował się około 4,5% poniżej wartości z 2.04.2024 r. Był to wynik podobny do wyników osiągniętych przez indeksy giełd w Tokio i Paryżu. Na rynkach tych – podobnie jak na pozostałych – dało się zaobserwować wyraźne ochłodzenie w stosunku do optymizmu poprzednich kwartałów, w tych jednak przypadkach przybrało ono już, w odróżnieniu od czterech pozostałych giełd, wymiar niewielkiej bessy.

W okresie ostatnich miesięcy SGB Dłużny SFIO odnotował relatywnie słabe wyniki, stopy zwrotu były dodatnie, jednak na tle innych funduszy o porównywalnym profilu wykazywał stopy zwrotu niższe od przeciętnych. W najkrótszych okresach porównawczych były one wręcz jednymi z najsłabszych.

2. Uwarunkowania makroekonomiczne

Z wrześniowego przeglądu sytuacji makroekonomicznej na świecie, przygotowanego przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, wynika, że globalna gospodarka jest odporna na zaburzenia, zaś inflacja stopniowo słabnie. Wzrost wynagrodzeń w ujęciu realnym wspiera wydatki gospodarstw domowych, choć siła nabywcza ich dochodów rozporządzalnych nie powróciła jeszcze do poziomu sprzed pandemii COVID-19. Trwa szybka odbudowa handlu międzynarodowego, hamowana przez słabość popytu w wielu krajach i wysokie stawki przewozu. Analitycy Organizacji spodziewają się ustabilizowania dynamiki światowego PKB na poziomie przekraczającym 3,0%. Oczekują zarazem dalszej dezinflacji, wspierającej dochody rozporządzalne, co wraz z nadchodzącym złagodzeniem polityki pieniężnej przez główne banki centralne będzie stymulować popyt.

Analitycy Organizacji do ryzyk dla wzrostu gospodarczego zaliczyli napięcia geopolityczne i zaburzenia w wymianie handlowej, które mogłyby wpłynąć na zwyczaję cen towarów importowanych oraz ograniczyć inwestycje. Istotnym zagrożeniem jest też możliwość pogorszenia sytuacji na rynku pracy, jak też i wolniejsza od spodziewanej dezinflacja. Niemniej w scenariuszu bazowym zakłada się dalszy spadek dynamiki cen dóbr i usług konsumpcyjnych, jak również złagodzenie napięć na rynku pracy, co będzie sprzyjać dalszym obniżkom podstawowych stóp procentowych przez władze monetarne najsilniejszych gospodarczo państw.

Koniunktura gospodarcza w Polsce ulega stopniowej poprawie. W II kwartale 2024 r. realny PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych przy roku odniesienia 2015) zwiększył się o 1,5% k/k i o 4,0% r/r. Realny PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) zwiększył się o 3,2% r/r. Wpłynęło na to zwiększenie popytu krajowego o 4,3% i ujemne saldo obrotów handlu zagranicznego. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych zwiększyło się o 4,7% r/r, a nakłady brutto na środki trwałe urosły o 2,7%, szybciej od oczekiwań.

Ożywienie inwestycyjne w gospodarce nie pochodzi obecnie z sektora przedsiębiorstw prywatnych. Jest skoncentrowane w sektorze publicznym, będąc w części wynikiem zwiększania wydatków zbrojeniowych. Z komunikatu prasowego NATO wynika, że Polska wydaje obecnie najwyższe kwoty w relacji do PKB spośród wszystkich krajów sojuszniczych. W latach 2023 i 2024 udział ten oszacowano odpowiednio na 3,3% i 4,1% przy rekomendowanym przez NATO poziomie, wynoszącym co najmniej 2,0%. W 2024 r. polskie wydatki na obronność mają wynieść ok. 35 mld dolarów (5. miejsce w sojuszu) i w ponad

połowie (51,1%) dotyczyć zakupów sprzętu i wyposażenia. Ten ostatni udział jest również najwyższy w całym NATO. Na 2025 r. w polskim budżecie centralnym zaplanowano dalsze zwiększanie wydatków na obronność, które w relacji do PKB mają stanowić 4,7% i wzrosnąć do 186 mld zł ze 151 mld zł w 2024 r. Wydatki te będą stanowić duży impuls inwestycyjny w gospodarce.

Przedsiębiorstwa przygotowują się do ożywienia popytu w gospodarce. Z publikowanych przez S&P Global wyników badań na temat koniunktury w polskim sektorze przemysłowym wynika jednak, że wciąż słaby jest napływ nowych zamówień, zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Producenci zmniejszają produkcję, a poziom zaległości produkcyjnych maleje.

Biorąc to pod uwagę, nie dziwi umiarkowana dynamika produkcji sprzedanej przemysłu, która we wrześniu 2024 r., według oszacowania GUS, po wyeliminowaniu sezonowości produkcja wzrosła tylko o 0,4% r/r i spadła o 0,2% m/m. W trzech pierwszych kwartałach 2024 r. produkcja zwiększyła się zaledwie o 0,2% r/r. W ujęciu rocznym wzrost produkcji (w cenach stałych) nastąpił we wrześniu w 17 (spośród 34) działach.

Niemrawo rozwija się działalność budowlano-montażowa. We wrześniu 2024 r. produkcja, zrealizowana przez podmioty zatrudniające powyżej dziewięciu osób, po wyeliminowaniu sezonowości spadła o 9,3% r/r. Koniunkturę w budownictwie hamuje słabość rynku mieszkaniowego oraz ograniczone jeszcze wykorzystanie napływających funduszy unijnych.

W budownictwie mieszkaniowym cały czas obserwuje się słabszą aktywność niż rok temu o tej samej porze. W okresie od stycznia do września 2024 r. łącznie oddano do użytkowania 145,4 tys. mieszkań, i było to o 9,6% r/r mniej. Liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (154,4 tys.) była jednak wyższa o 34,4% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (60,3 tys.) – o 11,2% r/r. Jednak już w samym wrześniu liczba wydanych pozwoleń na budowę była niższa o 0,5% r/r. Deweloperzy rozpoczęli budowę 117,0 tys. mieszkań (o 45,9% r/r więcej), a inwestorzy indywidualni – 61,4 tys. (o 10,5% r/r więcej).

Słaba pozostaje koniunktura w rolnictwie. Z cyklicznie prowadzonych na ten temat badań GUS wynika, że w połowie bieżącego roku prognozy rolników, dotyczące sytuacji ich gospodarstw rolnych na drugie półrocze 2024 r. były bardziej pesymistyczne w porównaniu z prognozami na pierwsze półrocze. W szczególności, niezależnie od typu produkcji rolnej, najbardziej negatywnie oceniano opłacalność produkcji rolniczej. Wśród rolników prowadzących produkcję roślinną najbardziej negatywne opinie na temat kształtowania się ogólnej sytuacji w drugim półroczu br. wyrażali rolnicy specjalizujący się w prowadzeniu

upraw zbóż. W przypadku rolników zajmujących się produkcją zwierzęcą najbardziej negatywne opinie wyrazili hodowcy trzody chlewnej. Blisko 30% gospodarstw ukierunkowanych na produkcję roślinną, jak i gospodarstw wielokierunkowych wskazało, że wojna w Ukrainie miała poważny wpływ na ich funkcjonowanie.

Dynamika konsumpcji jest stabilna, choć spożycie nie powróciło jeszcze do poziomu sprzed pandemii COVID-19. Według GUS sprzedaż detaliczna w cenach stałych we wrześniu 2024 r. w cenach stałych była niższa o 3,0% r/r i o 5,7% m/m. Po wyeliminowaniu sezonowości sprzedaż spadła o 6,7% m/m. W skali roku największy spadek sprzedaży detalicznej (w cenach stałych) odnotowały podmioty sprzedające odzież, meble, rtv, agd oraz żywność.

Systematycznie pogarsza się sytuacja w wymianie handlowej z zagranicą. W sierpniu 2024 r. drugi miesiąc z rzędu obserwowano dodatnią dynamikę importu w skali roku przy pogłębieniu ujemnej dynamiki eksportu. Osłabienie obejmuje przede wszystkim sprzedaż eksportową dóbr trwałego użytku i samochodów. Na odbicie wyników importu wpływa za to przede wszystkim wzrost popytu krajowego. W efekcie rosą zakupy zagranicznych dóbr trwałego użytku, na stabilnym poziomie utrzymuje się też import dóbr inwestycyjnych. Umacnia się dynamika importu produktów rolnych, a także samochodów osobowych, tylko w pewnym stopniu hamowana słabymi wynikami polskiego sektora eksportowego w branży motoryzacyjnej. Wzrostowi popytu w Polsce nie towarzyszy jednak adekwatne ożywienie wśród naszych głównych partnerów handlowych, ze szczególnym uwzględnieniem Niemiec.

Słabość niemieckiej koniunktury spowodowała, że udział sprzedaży zagranicznej do tego kraju w polskim eksporcie ogółem w pierwszych ośmiu miesiącach 2024 r. wyniósł 27,0% i był niższy o 1,2 p.p. w porównaniu z analogicznym okresem 2023 r. Jak dotąd, w 2024 r. eksport towarów do Niemiec obniżył się o 6,5% r/r, podczas gdy polski eksport ogółem spadł w tym czasie znacznie słabiej, bo o 2,2% r/r. Na dekonunkturze w niemieckiej gospodarce najbardziej cierpi eksport dóbr trwałych, w tym zwłaszcza samochodów.

Wymianie międzynarodowej nie sprzyja też umocnienie złotego, obserwowane od okresu wakacyjnego, osłabiające konkurencyjność polskich eksporterów. W efekcie w pierwszych ośmiu miesiącach 2024 r. obroty towarowe handlu zagranicznego w cenach bieżących wyniosły 991,9 mld zł w eksporcie (spadek o 8,3% r/r) i 981,2 mld zł w imporcie (spadek o 6,3% r/r). Dodatkowo saldo sięgnęło 10,7 mld zł, podczas gdy w analogicznym okresie 2023 r. wyniosło 34,6 mld zł.

Stopniowe osłabienie inflacji zostało zakończone wskutek częściowego zniesienia tzw. tarcz antyinflacyjnych. Od lipca 2024 r. wskaźnik CPI systematycznie rośnie, do 4,9% r/r we wrześniu i 5,0% r/r w październiku. Dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych pozostaje

jednak niższa niż dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto powiększyło się we wrześniu 2024 r. nominalnie o 10,3% r/r. W pierwszych trzech kwartałach 2024 r. wynagrodzenie to wzrosło o 11,4% r/r. Realny fundusz płac urósł o 4,6% r/r, czternasty miesiąc z rzędu. Podtrzymaniu dynamiki wynagrodzeń sprzyja stabilna sytuacja na rynku pracy, przejawiająca się m.in. w stopie bezrobocia rejestrowanego, od miesięcy oscylującej wokół 5,0%.

Wsparciem dla dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych są transfery socjalne, wynikające 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, uruchomienie świadczenia na opiekę nad dzieckiem (tzw. „babciowe”) i podwyższenie kwoty świadczenia wychowawczego (tzw. „800+”).

W kolejnych miesiącach można się spodziewać wyższych odczytów wskaźnika CPI. Będzie to efektem wspomnianego już częściowego zniesienia tzw. tarcz antyinflacyjnych i wywołanego nim wzrostu cen energii, gazu i ciepła. Inflację stymulują też ożywienie popytu zagregowanego i stabilnie rosnąca konsumpcja indywidualna, a także przywrócenie stawki podatku VAT na podstawowe produkty żywnościowe od 1 kwietnia 2024 r. Po wygaśnięciu proinflacyjnego wpływu częściowego uwolnienia cen energii, gazu i ciepła inflacja będzie jednak powoli powracać do celu inflacyjnego NBP.

W drugiej połowie 2024 r. można się też spodziewać przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, dzięki czemu w całym bieżącym roku PKB wzrośnie o ok. 3,1%. Głównym filarem tego wzrostu będzie konsumpcja prywatna i publiczna. Dynamikę PKB ograniczać będzie niemrawa aktywność inwestycyjna, stymulowana obecnie głównie wydatkami rządowymi na zbrojenia, a także pogarszająca się sytuacja w wymianie międzynarodowej, warunkowana słabością głównego partnera handlowego Polski, czyli Niemiec.

W przyszłym roku inwestycje będzie stymulować napływ środków unijnych, pochodzących z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności (KPO). Dzięki tym środkom kontynuowane mogą być inwestycje, obejmujące transformację energetyczną i cyfrową. Po ostatniej rewizji KPO składa się z 57 inwestycji i 54 reform. Polska otrzyma w jego ramach 59,8 mld euro, w tym 25,27 mld euro w postaci dotacji i 34,54 mld euro w formie pożyczek. W tym roku do Polski wpłynie 67 mld zł z KPO (27 mld zł już wpłynęło, a 40 mld planowane jest do końca roku). Podpisano już 600 tys. umów na inwestycje z tego programu.

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

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

Źródło: prognozy IPS-SGB.

Głównym zewnętrznym czynnikiem ryzyka dla prognozy pozostają wojna Rosji z Ukrainą oraz nasilająca się na świecie niepewność geopolityczna, związana m.in. z sytuacją na Bliskim Wschodzie, a także nieoczekiwane wydarzenia, spowodowane zmianami klimatycznymi, jak ostatnia powódź na południowym zachodzie Polski. Innym, również istotnym czynnikiem ryzyka jest też wspomniana już słaba koniunktura w Niemczech, będących głównym odbiorcą polskiego eksportu.

3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym

Pierwsza połowa 2024 r. przyniosła dalszą redukcję inflacji w wielu krajach. Nastąpiło to dzięki zmniejszeniu dynamiki cen żywności, energii i towarów. Z analiz Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju wynika, że główne wskaźniki inflacji w 80% krajów zrzeszonych w Organizacji znajdują się już w celach inflacyjnych lub są do nich zbliżone. Proces dezinflacji hamują jednak procesy cenotwórcze w sektorze usług, w którym obserwuje się sztywność cen, a inflacja spowolniła jedynie nieznacznie.

W październikowym przeglądzie stabilności finansowej na świecie Międzynarodowy Fundusz Walutowy zasygnalizował, że złagodzenie nastawienia w polityce pieniężnej przez główne banki centralne skutkuje narastaniem nowych typów ryzyka. W szczególności, niższe koszty finansowania zachęcają do zwiększonego wykorzystywania dźwigni przez instytucje z sektora niefinansowego, stymulują wzrost zadłużenia prywatnego i publicznego, a także wspierają szybki wzrost wycen aktywów. Zjawiska te mogą intensyfikować oddziaływanie zaburzeń gospodarczych, prawdopodobieństwo wystąpienia których zwiększa utrzymująca się na wysokim poziomie niepewność geopolityczna. Za jej przyczyną może również dojść do szybkiego rozprzestrzeniania się zaburzeń między krajami poprzez kanały wymiany międzynarodowej czy finansowania.

Dodatkowo, obserwowany wzrost zadłużenia musi być w coraz większym stopniu absorbowany przez nabywców z sektora niefinansowego, jako że główne banki centralne zakończyły realizację programów ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej. Jednak w niektórych krajach może to przejściowo prowadzić do znacznego wzrostu zmienności wyceny papierów dłużnych, który będzie znajdował odzwierciedlenie w rosnących stawkach kontraktów CDS. Sprawi to, że obsługa zadłużenia będzie stanowić większe niż dotąd wyzwanie.

Analitycy MFW zwrócili uwagę, że wzrost znaczenia i wykorzystywania sztucznej inteligencji stymuluje rozwój niebankowych pośredników finansowych na rynkach kapitałowych. Może to sprzyjać zwiększeniu niestabilności w czasie gwałtownych zaburzeń rynkowych, a także intensyfikować ryzyka związane z cyberprzestępczością. Odpowiednie monitorowanie rozwiązań z zakresu sztucznej inteligencji, stosowanych w finansach, będzie więc stanowić w najbliższym czasie wyzwanie dla władz nadzorczych.

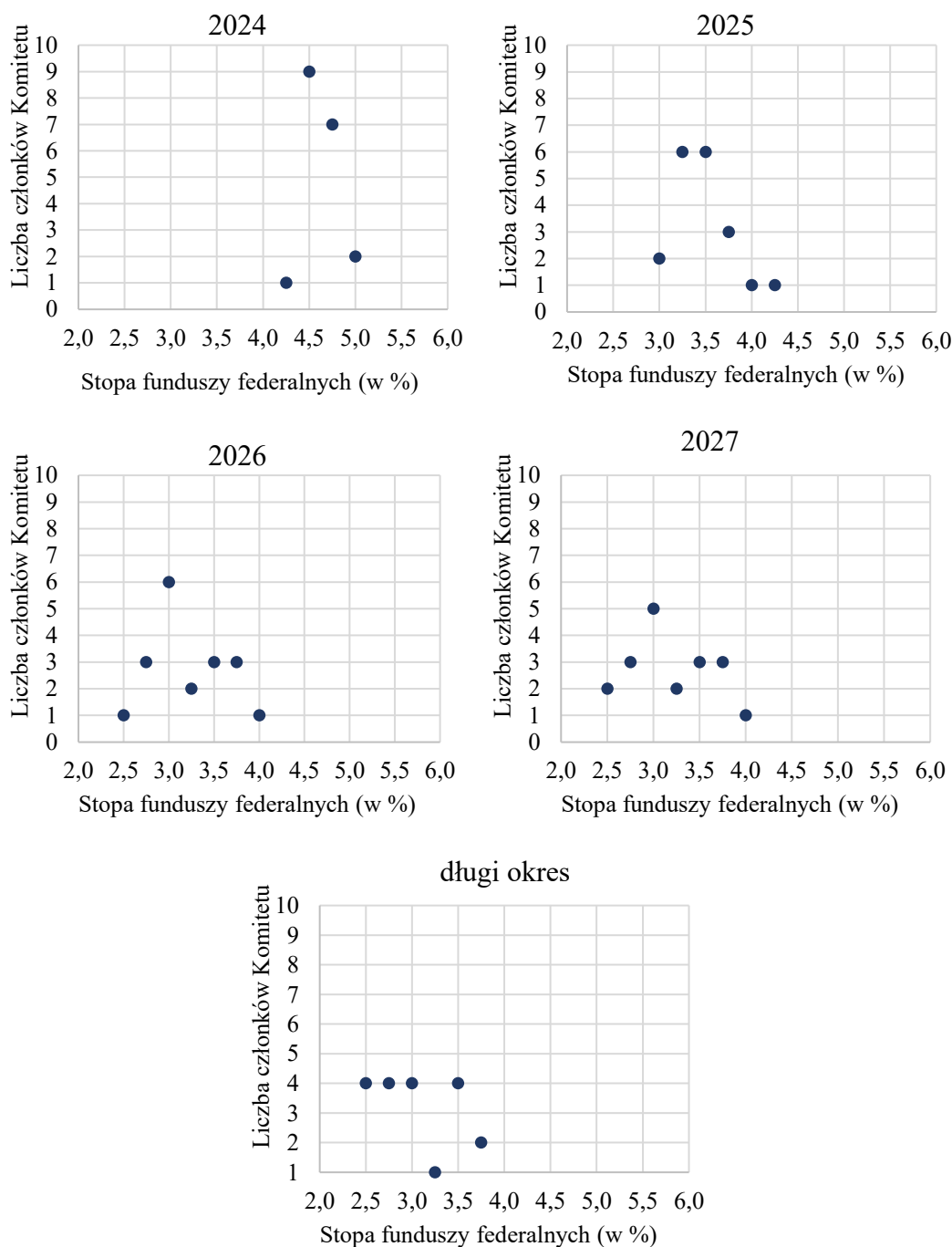
Władze monetarne największych gospodarczo krajów świata rozpoczęły łagodzenie polityki pieniężnej. W Stanach Zjednoczonych Federalny Komitet Otwartego Rynku na wrześniowym posiedzeniu zdecydował o obniżce stopy funduszy federalnych o 50 p.b., do przedziału 4,75–5,00%. W komunikacie, wydanym po posiedzeniu, stwierdzono, że inflacja obniżyła się w kierunku 2,0%, a ryzyka nieosiągnięcia celu pełnego zatrudnienia i celu inflacyjnego są zbilansowane. Przewodniczący Systemu Rezerwy Federalnej, J. Powell, powiedział podczas konferencji prasowej, że obniżka jest wsparciem dla rynku pracy.

Intencją Komitetu jest obniżenie stopy funduszy federalnych i rynkowych stóp procentowych do bardziej normalnych poziomów w długim okresie. Opublikowany w październiku zapis dyskusji, która odbyła się na wrześniowym posiedzeniu, wskazał, że niektórzy członkowie Komitetu zwracali uwagę, że to obniżka o 25 p.b. byłaby spójna ze stopniową normalizacją polityki pieniężnej. Jednak inni stwierdzili, że liczy się pełna ścieżka obniżek, a nie decyzja początkowa, a redukcja stopy funduszy federalnych o 50 b.p. jest spójna z bieżącymi danymi o inflacji i amerykańskim rynku pracy. Członkowie Komitetu zgodzili się, że jeśli napływające dane będą zgodne z oczekiwaniami, to dalsze łagodzenie polityki pieniężnej będzie uzasadnione.

Z wrześniowych prognoz członków Komitetu wynika, że w 2024 r. stopa funduszy federalnych zostanie obniżona jeszcze o 50 p.b., do przedziału 4,25–4,50%. W 2025 r. stopa ta ma spaść do 3,00–3,50%, a w kolejnych latach pozostać na poziomie niższym niż 3,0%. Z wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe, notowanych na giełdzie w Chicago na koniec października 2024 r., wynika, że inwestorzy oczekują na koniec 2024 r. stopy funduszy federalnych w przedziale 4,25–4,50%. W 2025 r. mają nastąpić dalsze obniżki stopy funduszy federalnych, do poziomu 3,50–4,00%.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego (EBC) na wrześniowym posiedzeniu, zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami, jednogłośnie dokonała obniżek podstawowych stóp procentowych w strefie euro. Rada obniżyła stopę depozytu w banku centralnym o 25 p.b., do 3,50%. Ponadto, w następstwie przeglądu systemu operacyjnego, różnica między stopą procentową podstawowych operacji refinansujących a stopą depozytu została zwężona do 15 p.b., stąd stopa procentowa podstawowych operacji refinansujących (referencyjna), została łącznie obniżona z 4,25% do 3,65%. Stopa kredytu w EBC została obniżona do 3,9%. Rada oceniła, że zasadne było poczynienie kolejnego kroku w zmniejszaniu stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej.

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

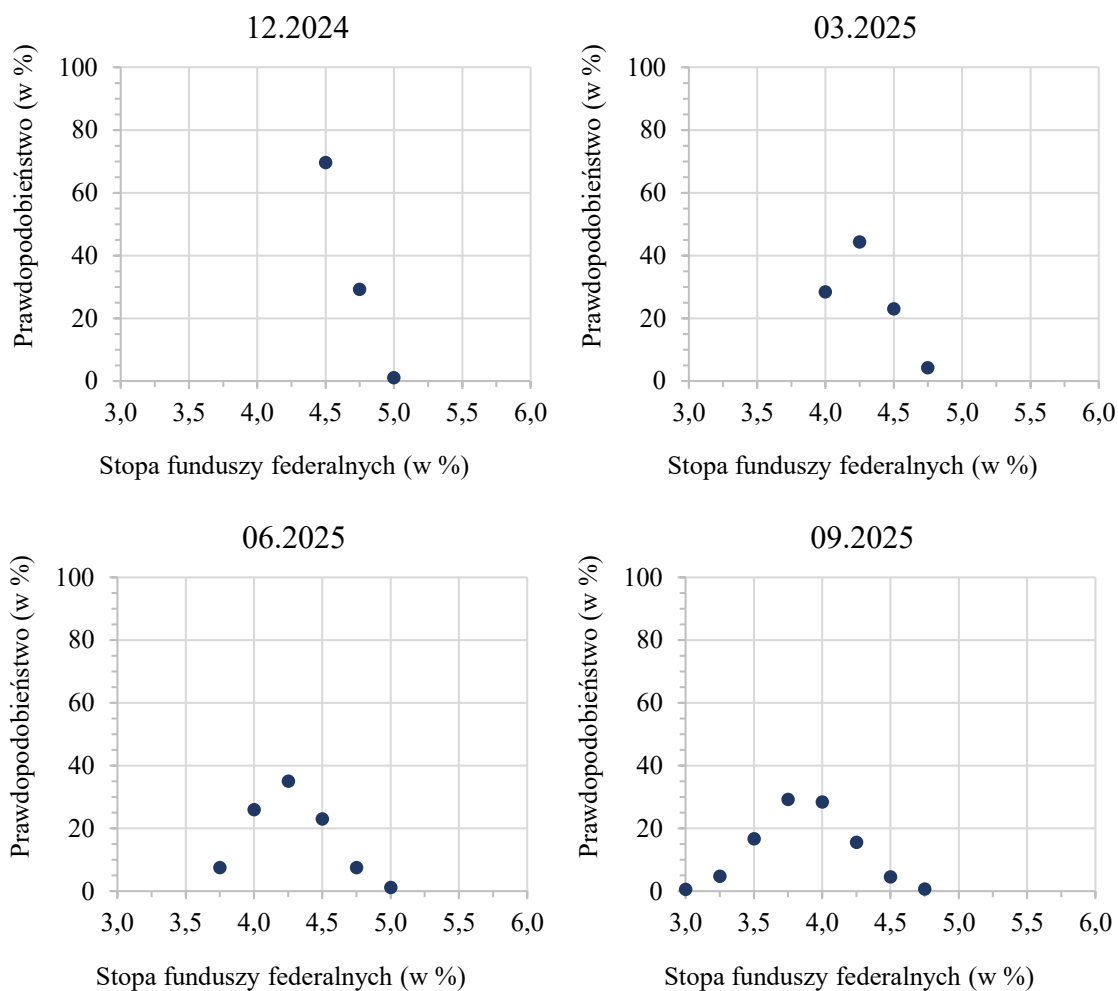


Źródło: System Rezerwy Federalnej.

Rada Prezesów EBC na październikowym posiedzeniu obniżyła podstawowe stopy procentowe w strefie euro o kolejne 25 p.b. uznając, że proces inflacji postępuje, a warunki finansowania są wciąż restrykcyjne. Stanowisko Rady jest zapowiedzią kolejnych obniżek. Jest to prawdopodobne tym bardziej, że Rada Prezesów EBC zamierza całkowicie zaprzestać

reinwestycji spłat kapitału od obligacji nabytych w ramach programu PEEP z końcem 2024 r., co zacieśni warunki na rynku finansowym.

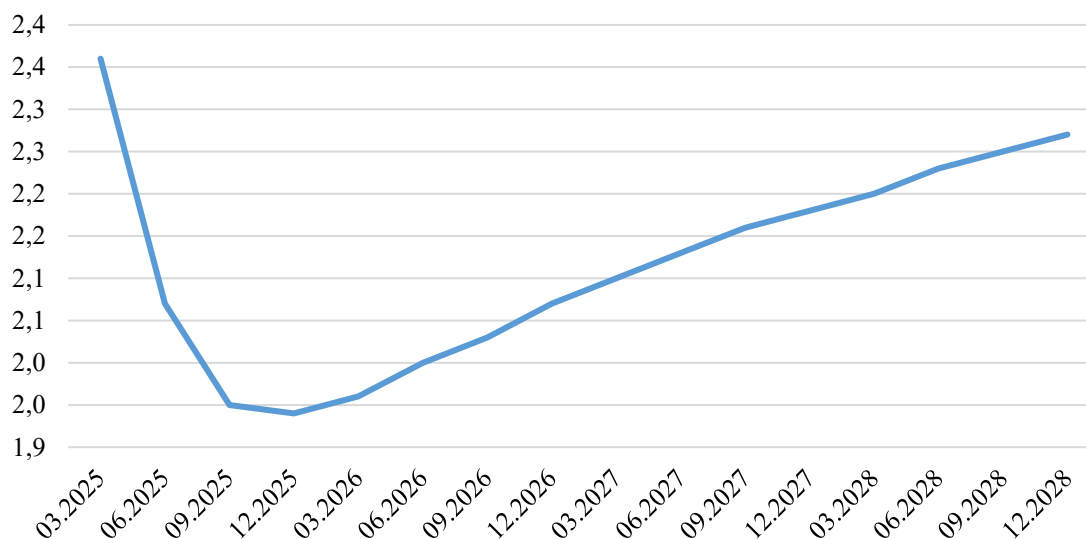
Wykres 2. Implikowany poziom stopy funduszy federalnych na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 31 października 2024 r.



Źródło: CME FedWatch Tool.

Do kolejnej obniżki stóp może dojść jeszcze w 2024 r. Takie są też oczekiwania inwestorów. 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 23 października 2024 r. (w %)



Źródło: Chatham Financial.

Inne banki centralne również kontynuują cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Szwajcarski Bank Narodowy na posiedzeniach w czerwcu i we wrześniu 2024 r. podjął decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej o 25 p.b. na każdym z tych posiedzeń. Obecnie wynosi ona 1,0%. W komunikacie, wydanym po wrześniowym posiedzeniu, stwierdzono, że presja inflacyjna w Szwajcarii systematycznie słabnie, a to powoduje aprecjację franka szwajcarskiego. Zarząd Banku uznał, że kolejne obniżki stopy referencyjnej mogą być niezbędne dla zachowania stabilności poziomu cen zgodnie z celem inflacyjnym, wynoszącym 2,0%. Inflacja CPI wynosiła bowiem w sierpniu już tylko 1,1% r/r, a prognozy inflacji, przy założeniu utrzymania stopy referencyjnej na obecnym poziomie, zostały obniżone w porównaniu z poprzednią projekcją – do 1,2% w 2024 r., 0,6% w 2025 r. i 0,7% w 2026 r. Jednocześnie tempo zmian PKB ma wynieść 1,0% w 2024 r. i 1,5% w 2025 r.

Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii dokonał pierwszej od sierpnia 2023 r. obniżki stopy referencyjnej w lipcu 2024 r., obniżając ją o 25 p.b., do 5,0%. Na posiedzeniu we wrześniu Komitet utrzymał ją na niezmiennym poziomie, podkreślając, że choć wskaźnik CPI zbliżył się już do celu, wynoszącego 2,0%, to jednak w drugiej połowie roku spodziewany jest jego wzrost do 2,5%, ponieważ wygaśnie efekt przeszłych obniżek cen energii. Komitet obawia się przy tym tzw. efektów drugiej rundy i ich wpływu na procesy inflacyjne, a także zakłada, że utrzymanie bieżącego nastawienia polityki pieniężnej będzie sprzyjać dalszemu ograniczaniu wzrostu cen przy jednoczesnym niewielkim obniżeniu dynamiki PKB.

Obniżki stopy referencyjnej dokonał też bank centralny w Szwecji. Proces łagodzenia polityki pieniężnej w tym kraju rozpoczął się w maju 2024 r., i od tego czasu do września br. stopa referencyjna została obniżona trzykrotnie, łącznie o 75 p.b., do poziomu 3,25%. Zarząd Banku Szwecji uznał, że nie ma obecnie ryzyka, by inflacja CPI przekroczyła cel inflacyjny, trwa też stopniowa odbudowa aktywności gospodarczej. Dlatego też szwedzkie władze monetarne zapowiedziały, że do końca 2024 r. stopa referencyjna w tym kraju może zostać obniżona łącznie o jeszcze 50 p.b., a w pierwszej połowie 2025 r. mogą nastąpić jeszcze kolejne dwie obniżki tej stopy.

Natomiast Bank Norwegii utrzymuje stopę referencyjną na niezmiennym poziomie, wynoszącym 4,5%, od grudnia 2023 r. Dezinflacja postępuje w tym kraju wolno, powstrzymywana jest bowiem przez deprecjację korony norweskiej i wzrost kosztów działalności gospodarczej. Dlatego też Komitet Polityki Pieniężnej i Stabilności Finansowej zdecydował, że utrzymanie obecnego poziomu stopy referencyjnej przez odpowiednio długi czas jest niezbędne, choć prezes Banku Norwegii zaznaczyła, że moment rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej się zbliża.

Zarząd Czeskiego Banku Narodowego kontynuuje taki cykl już od grudnia 2023 r. Łączna skala obniżek stopy referencyjnej wyniosła do września 2024 r. już 275 p.b. Na wrześniowym posiedzeniu Zarządu obniżono ją o 25 p.b., do 4,25%. Zarząd uznał, że w Czechach utrzymuje się stabilny poziom cen w rozumieniu celu inflacyjnego, a bilans ryzyka dla inflacji jest zrównoważony. Otwiera to drogę do dalszych obniżek stopy referencyjnej.

Rada Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Węgier rozpoczęła cykl łagodzenia polityki pieniężnej w październiku 2023 r. od tamtej pory stopa referencyjna została obniżona jedenaście razy i spadła z 13,0% do 6,5%. W komunikacie, wydanym po wrześniowym posiedzeniu, stwierdzono, że spodziewana jest dalsza dezinflacja w węgierskiej gospodarce. Zgodnie z wrześniowymi projekcjami, inflacja, mierzona wskaźnikiem dóbr i usług konsumpcyjnych, ma wynieść 3,5–3,9% w 2024 r., 2,7–3,6% w 2025 r. i 2,5–3,5% w 2026 r. Na październikowym posiedzeniu pozostawiono podstawowe stopy procentowe na Węgrzech bez zmian. Rada będzie podejmować kolejne decyzje, w oparciu o napływające dane i zachowując ostrożność, wynikającą z ryzyka dla procesów inflacyjnych.

Rada Polityki Pieniężnej ostatni raz dokonała zmiany podstawowych stóp procentowych NBP we wrześniu i październiku 2023 r., gdy zdecydowała o ich obniżeniu łącznie o 100 p.b. Minicykl łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce został wówczas zakończony, a stopa referencyjna wciąż wynosi 5,75%. Na ostatnich posiedzeniach RPP komunikowała, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja realizacji celu inflacyjnego w średnim okresie.

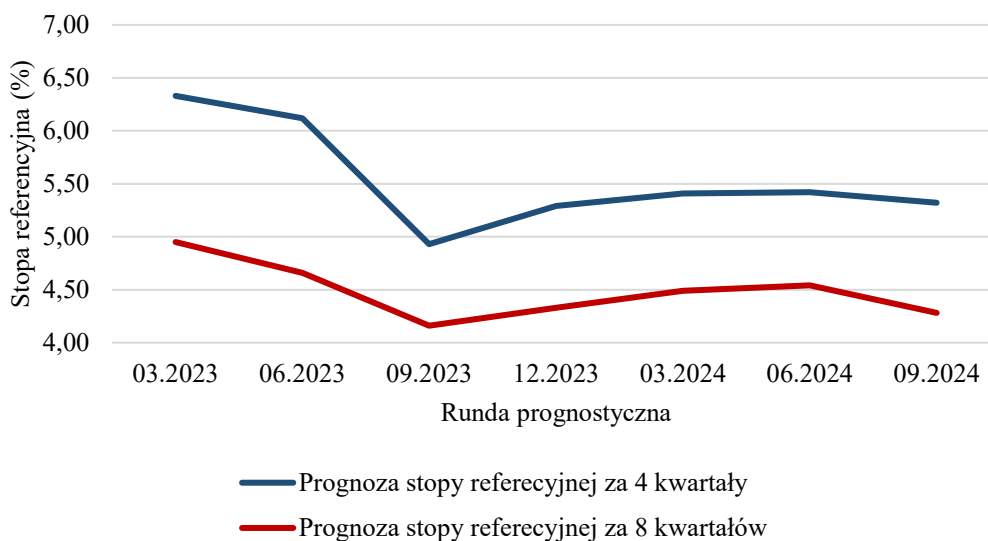
W ocenie Rady napływające dane wskazują, że pomimo obserwowanego ożywienia gospodarczego, presja popytowa i kosztowa w polskiej gospodarce pozostają relatywnie niskie, co w warunkach osłabionej koniunktury i niższej presji inflacyjnej za granicą oddziałuje w kierunku ograniczenia krajowej presji inflacyjnej. Rada ocenia, że ograniczająco na dynamikę cen konsumpcyjnych oddziałuje także umocnienie kursu złotego. W kierunku wyższej presji cenowej w krajowej gospodarce oddziałuje natomiast wyraźny wzrost wynagrodzeń, w tym w związku z podwyżkami płac w sektorze publicznym. Jednocześnie inflacja jest istotnie podwyższana przez wzrost cen nośników energii.

W najbliższych kwartałach czynnik ten będzie nadal oddziałował na roczny wskaźnik inflacji. Po wygaśnięciu wpływu wzrostu cen energii – przy obecnym poziomie stóp procentowych NBP – inflacja powinna powrócić do średniookresowego celu NBP, choć czynnikiem niepewności jest wpływ wyższych cen energii na oczekiwania inflacyjne. Na kształtowanie się inflacji w średnim okresie będą miały także wpływ dalsze działania w zakresie polityki fiskalnej i regulacyjnej, tempo ożywienia gospodarczego w Polsce oraz sytuacja na rynku pracy.

Na konferencji prasowej po lipcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej, na którym prezentowana ostatnią projekcją inflacji i PKB, prezes NBP A. Głapiński sformułował zapowiedź utrzymania niezmiennych stóp procentowych NBP także w 2025 r. Doprowadziło to do umocnienia złotego wobec głównych walut, jak i do pewnej przeceny obligacji na rynku wtórnym. Zdaniem prezesa NBP, przestrzeń do rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej pojawi się dopiero wtedy, gdy inflacja, mierzona wskaźnikiem CPI, zacznie się obniżać w kierunku celu inflacyjnego ($2,5\% \pm 1$ p.p.), a to – według niego – ma nastąpić dopiero w 2026 r. Czynnikiem ryzyka pozostaje bowiem wzrost cen, związany z ograniczeniem skali regulacji cen nośników energii, a w projekcji NBP założono, że działania osłonowe w tym zakresie będą obowiązywać tylko do końca 2024 r. Przy takim założeniu roczna dynamika cen miała się znaleźć z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,9–6,6% w 2025 r. (wobec prognozy 2,2–5,0% z projekcji w marcu 2024 r.)

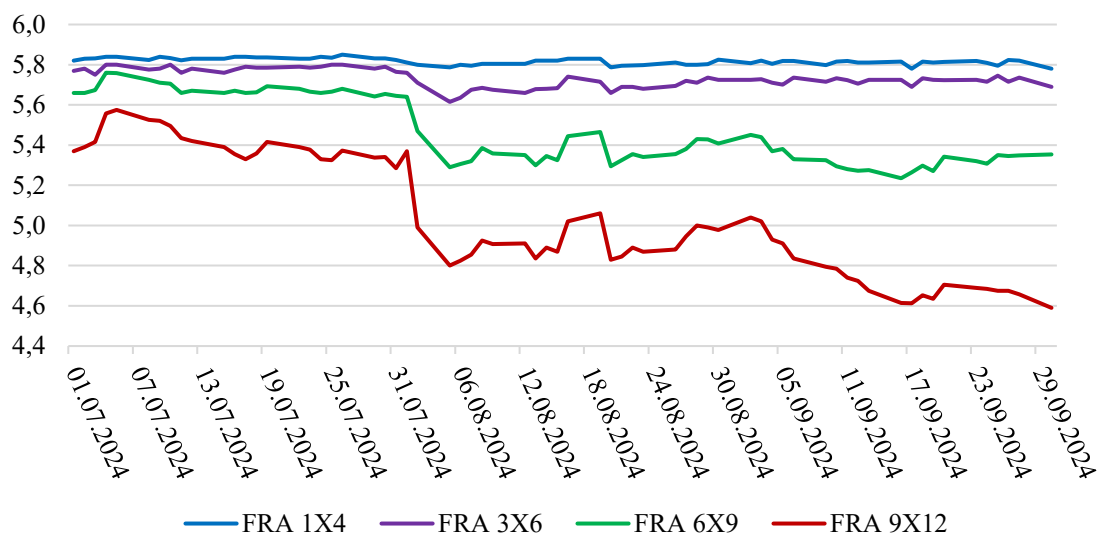
Powyższe założenie nie zostanie spełnione, ponieważ zgodnie z rządowymi zapowiedziami jakaś forma osłony przeciwko wzrostowi cen nośników energii ma zostać wprowadzona także w 2025 r. Dlatego też w kolejnych dniach wydźwięk konferencji prezesa NBP był łagodzony przez wypowiedzi członków RPP i Zarządu NBP, którzy wskazywali na możliwość rozpoczęcia dyskusji na temat obniżek podstawowych stóp procentowych już na przełomie I i II kwartału 2025 r. Do rozpoczęcia cyklu łagodzenia dojdzie więc zapewne w 2025 r.

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



Źródło: NBP.

Wykres 5. Notowania kontraktów FRA PLN od 1 lipca 2024 r. do 30 września 2024 r.



Źródło: Reuters.

Takie są też bieżące oczekiwania rynkowe. Notowania kontraktów terminowych na trzymiesięczną stopę procentową w polskiej walucie zaczęły dyskontować obniżki podstawowych stóp procentowych już w sierpniu 2024 r., a we wrześniu jeszcze się pogłębiły, wskazując na łączną redukcję tych stóp do połowy 2025 r. w wysokości ok. 100 p.b. Również notowania 2-letnich obligacji skarbowych na rynku wtórnym już od dłuższego czasu, bo od

początku 2023 r., wyceniają obniżki. Cała krzywa dochodowości polskich obligacji skarbowych pozostaje poniżej poziomu obecnej stopy referencyjnej.

Biorąc pod uwagę, że I kwartał 2025 r. będzie jeszcze stać pod znakiem podwyższonej inflacji CPI, można zakładać, że do pierwszej obniżki dojdzie na przełomie II i III kwartału 2025 r., o ile w RPP uformuje się większość, zdolna do przegłosowania takiego wniosku.

Utrzymywanie niezmiennych podstawowych stóp procentowych NBP wspiera złotego, podobnie jak napływ środków unijnych z KPO. Atrakcyjność polskiej waluty zwiększa też rozpoczęcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, a także obniżki stóp procentowych w innych krajach regionu. Od końca marca 2024 r. do końca września 2024 r. złoty, według kursów średnich w NBP, umocnił się o ok. 4,3% w stosunku do amerykańskiego dolara i o 0,9% w stosunku do euro. Do pewnej przeceny doszło w czerwcu, jednak od lipca nastąpił powrót do aprecjacji polskiej waluty.

Przełamywanie kolejnych aprecjacyjnych poziomów oporu na rynku walutowym może być już utrudnione. Scenariusz silnej deprecjacji wydaje się jednak mało prawdopodobny, ponieważ redukcje podstawowych stóp procentowych w strefie euro i Stanach Zjednoczonych w warunkach stabilizacji tychże w Polsce podtrzymują atrakcyjność rodzimej waluty i jej wykorzystanie w transakcjach *carry trade*. Niemniej, do pewnego osłabienia polskiej waluty doszło pod koniec października, gdy opublikowano projekt rządowej nowelizacji ustawy budżetowej na 2024 r.

W projekcie tym założono maksymalny deficyt w wysokości 240,3 mld zł wobec 184,0 mld zł w dotychczasowej ustawie. Oznacza to, że deficyt sektora finansów publicznych może się zbliżyć do ok. 6,0% PKB w 2024 r. Nowelizacja została uzasadniona koniecznością przeszacowania przychodów budżetowych, przy niezmiennym poziomie wydatków.

Przedstawione czynniki oddziałują również na rynek długu, choć oczekiwania na nadchodzące złagodzenie polityki pieniężnej w Polsce doprowadziły w średnim okresie do spadku rentowności polskich SPW na rynku wtórnym. W przypadku obligacji 2- i 5-letnich notowania obniżyły się od marca do września 2024 r. odpowiednio o 43 i 34 p.b. Październik przyniósł znaczną zwyżkę notowań, wskutek wskazanej wyżej nowelizacji ustawy budżetowej.

Na wycenę obligacji w długim okresie pozytywnie wpływają stabilne oceny międzynarodowych agencji ratingowych. W maju 2024 r. agencje ratingowe Fitch oraz S&P utrzymały oceny ratingowe Polski na niezmiennym poziomie (odpowiednio A- oraz A dla długoterminowych zobowiązań w walucie krajowej).

Natomiast we wrześniu 2024 r. agencja ratingowa Moody's poinformowała o zakończeniu okresowego przeglądu ratingu Polski i utrzymaniu go na poziomie A2 dla

długoterminowych zobowiązań w walucie krajowej. Utrzymano też stabilną perspektywę. Agencja Moody's jako uzasadnienie dla ratingu Polski wskazała na dynamikę polskiej gospodarki i poprawę relacji z UE. Według agencji, chociaż deficyt budżetowy prawdopodobnie utrzyma się powyżej 5% PKB ze względu na wyższe wydatki na obronę i przyczyni się do stopniowego wzrostu zadłużenia do poziomu 57% PKB w 2025 r., to zarówno obciążenie długiem, jak i kosztami jego obsługi, są zrównoważone przez solidne perspektywy wzrostu gospodarczego. Ponadto, podwyższona podatność Polski na ryzyko zdarzeń geopolitycznych jest łagodzona przez gwarancje bezpieczeństwa NATO. Presja na obniżenie ratingu pojawiłaby się w scenariuszu istotnie szybszego pogorszenia się wskaźników zadłużenia. Niekorzystne dla ratingu byłoby ponowne pogorszenie się sytuacji w zakresie praworządności, przekładające się w sposób negatywny na prowadzenie biznesu w Polsce.

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

Wyszczególnienie	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025
USD/PLN	3,93	3,88	3,84	3,85	3,85
EUR/PLN	4,31	4,28	4,27	4,25	4,25
2Y PLN [%]	4,70	4,56	4,45	4,40	4,23
5Y PLN [%]	5,35	5,20	5,07	4,80	4,69
stopa referencyjna [%]	5,75	5,75	5,50	5,00	4,75

Zródło: IPS-SGB.

W dłuższym okresie na wycenę SPW będą nadal wpływać 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, jako rynek klasyfikowany do kategorii wschodzących, pozostanie też 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 trzeciego kwartału roku ubiegłego wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła znacząco, o 14,6 mld zł, tj. o 25,6%. Od początku obecnego roku wzrost wyniósł blisko 11,1 mld zł (18,2%), a w okresie półrocza, które minęło od poprzedniego sprawozdania – 8,1 mld zł (12,7%). Tylko w ostatnich trzech miesiącach wolumen rynku powiększył się o 6,1% czyli o 4,1 mld zł.

Mniej więcej połowa rocznego przyrostu całego rynku (o 7,4 mld zł i o 17,4%) przypadła na korporacyjne obligacje złote, o 5,9 mld zł (o 1,6 mld euro i o 83,6%) przyrósł dług przedsiębiorstw nominowany w euro, co można przypisywać także niemal dziesięcioprocentowej aprecjacji złotego wobec euro w ciągu tego okresu.

O 1,3 mld zł zwiększył się rynek obligacji komunalnych. Liczba emitentów wzrosła o siedmiu zarówno w horyzoncie rocznym jak i półrocznym. W ciągu ostatniego kwartału liczba emitentów pozostawała niezmienną. Liczba uplasowanych serii obligacji wzrosła w skali roku o 122 (przyrost o 24,3%), a liczba emisji nominowanych w euro wzrosła ponad dwukrotnie (22 vs 10). Najwyższy ilościowy przyrost – o 82 pozycje rok do roku – odnotowała kategoria obligacji komunalnych, jednak w horyzoncie minionych 6 i 3 miesięcy przyrost ten nie był już tak spektakularny wynosząc odpowiednio 5 i 8 emisji.

30 września 2024 r. na regulowanych rynkach obligacji (Catalyst i BondSpot) notowano 625 serii obligacji, na które składały się emisje z trzech grup:

- 1) 2 banków spółdzielczych – 2 serie obligacji na kwotę 7,9 mln zł, która w ostatnim półroczu nie uległa zmianie (Tabela 3),

Tabela 3. Publiczne emisje banków spółdzielczych – stan na 30.09.2024 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%	8,86%	2 900
Bank Spółdzielczy w Limanowej	05.2015	15.05.2025	WIBOR 6M + 3,0%	8,86%	5 000
Suma					7 900

Zródło: obligacje.pl.

2) 79 przedsiębiorstw – 254 serii obligacji złotych na kwotę nominalną 50 mld zł oraz 22 serie obligacji nominowanych w euro (Tabela 4) na łączną kwotę 3,5 mld euro (przyrost w okresie półrocza o 38,8%), co w przeliczeniu na walutę krajową dało wartość około 14,9 mld zł; tym samym nominalny dług przedsiębiorstw przekroczył łącznie 64,8 mld zł i był o 14,5% wyższy od notowanego w poprzednim okresie sprawozdawczym (o 6,7% wyższy w stosunku do półrocza 2024 r.),

Tabela 4. Emisje nominowane w euro według stanu na 30.09.2024 r.

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. euro]
BEST Capital FIZAN	BCF1027	18.10.2027	EURIBOR 3M + 5,2%	8,91%	4 185,30
Cavatina Holding	CAV0127	26.01.2027	EURIBOR 6M + 6,0%	9,63%	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%	8,75%	4 999,90
Kredyt Inkaso	KRI0328	27.03.2028	EURIBOR 3M + 5.2%	8,64%	4 999,90
Kruk	KRU0229	01.02.2029	EURIBOR 3M + 4%	7,66%	24 000,00
	KRU1228	11.12.2028	EURIBOR 3M + 4%	7,47%	10 000,00
MLP Group	MLP0225	19.02.2025	EURIBOR 6M + 2,95%	6,39%	45 000,00
	MLP0525	26.05.2025	EURIBOR 6M + 3,95%	7,73%	29 000,00
	MLP1226	04.12.2026	EURIBOR 3M + 3.9%	7,36%	41 000,00
Olivia Fin	OBC0627	08.06.2027	EURIBOR 3M + 5.5%	8,96%	2 500,00
	OBC0827	07.08.2027	EURIBOR 3M + 5.3%	8,94%	7 000,00
	OBC0828	07.08.2028	EURIBOR 6M + 4.7%	8,15%	11 678,00
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

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. euro]
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
	PK10328	27.03.2028	stałe 4,5%	4,50%	500 000,00
	PKO0629	18.06.2029	stałe 4,5%	4,50%	500 000,00
PRAGMAGO	PRF0427	16.04.2027	EURIBOR 3M + 5%	8,70%	3 500,00
Vantage Development	VAN0727	12.07.2027	EURIBOR 6M + 2,9%	6,57%	24 000,00
Suma					3 517 930,00

Zródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

3) 47 samorządów – 347 serii obligacji (o 71 więcej niż na koniec grudnia 2023 r.) na łączną kwotę 7,0 mld zł.

Do drugiej grupy zaliczało się m.in. 29 serii obligacji 7 banków komercyjnych (Alior Bank, Bank Millennium, Bank Pocztowy, mBank, Bank Pekao, PKO BP oraz Santander Bank Polska). Z grona emitentów ubył BOŚ, który w lipcu wykupił jedyną aktywną emisję BOS0724. W porównaniu do sytuacji sprzed pół roku liczba wyemitowanych serii obligacji wzrosła o 4, na co złożyło się trzy wykupy – oprócz wspomnianej serii BOS0724 – dwa przedterminowe (PEO0725 Banku Pekao i SPL0325 Santander Bank Polska) oraz 7 nowych emisji: Alior Banku (ALR0628) na kwotę 550 mln zł, Banku Pekao (PEO0127 i PEO0429) o łącznej wartości 1,1 mld zł, Banku PKO BP (PKO0229) w kwocie 1 mld zł oraz dwie emisje na kwotę 1 mld euro (PK10328 i PKO0629) a także obligacja Santander Bank Polska (SPL0427) o wartości nominalnej 1,9 mld zł.

Sumaryczna wartość obligacji banków komercyjnych, uplasowanych na Catalyst w obu walutach, wyniosła w nominale ok. 29,4 mld zł (wzrost o 5,8 mld zł, tj. o 24,8% od końca I kwartału br.). Na koniec III kwartału 2024 r. wielkość ta stanowiła 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” nie przekroczył 2 p.p. w stosunku do okresu objętego poprzednim raportem.

W bieżącym okresie sprawozdawczym grupa emitentów o ponad pięcioprocentowym udziale w rynku nie zmieniła się wobec zestawienia marcowego. Znalazły się w niej trzy banki: PKO BP (17,1%), Pekao (10,9%), Santander (9,3%), Orlen (8,1%) oraz Cyfrowy Polsat (5,4%).

Tabela 5 zawiera zestawienie szczegółowe dotyczące obligacji wzmiankowanych emitentów. Kolejnych pięciu emitentów – KGHM, Kruk, PZU, Alior Bank i Enea – notowało udział wynoszący 3,0–4,0%.

Tabela 5. Emitenci o największym udziale w publicznym rynku pierwotnym obligacji korporacyjnych – stan na 30.09.2024 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%	7,39%	1 250 000
	10.2018	16.10.2028	WIBOR 6M + 1,55%	7,41%	550 000
	10.2018	14.10.2033	WIBOR 6M + 1,8%	7,66%	200 000
	06.2019	04.06.2031	WIBOR 6M + 1,7%	7,56%	750 000
	04.2023	03.04.2026	WIBOR 6M + 2,6%	8,26%	750 000
	07.2024	29.01.2027	WIBOR 6M + 0,85%	5,50%	600 000
	04.2024	26.04.2029	WIBOR 6M + 1,6%	7,47%	500 000
	07.2023	28.07.2027	stałe 7,5%	7,50%	350 000
	11.2023	23.11.2027	stałe 5,5%	5,50%	2 115 150*
Santander Bank Polska	04.2024	02.04.2027	WIBOR 6M + 1,5%	7,36%	1 900 000
	04.2018	05.04.2028	WIBOR 6M + 1,6%	7,46%	1 000 000
	11.2023	30.11.2026	WIBOR 6M + 1,8%	7,66%	3 100 000
PKO Bank Polski	08.2017	28.08.2027	WIBOR 6M + 1,55%	7,41%	1 700 000
	03.2018	06.03.2028	WIBOR 6M + 1,5%	7,35%	1 000 000
	03.2024	27.03.2028	stałe 4,50%	4,50%	2 115 150*
	02.2023	01.02.2026	stałe 5,63%	5,63%	3 172 725*
	02.2024	28.02.2029	WIBOR 6M + 1,59%	7,44%	1 000 000
	06.2024	18.06.2029	stałe 4,50%	4,50%	2 115 150*
Orlen	12.2020	22.12.2025	WIBOR 6M + 0,95%	6,76%	1 000 000
	05.2021	27.05.2028	stałe 1,13%	1,13%	2 115 150*
	07.2023	13.07.2030	stałe 4,75%	4,75%	2 115 150*
Cyfrowy Polsat	01.2023	11.01.2030	WIBOR 6M + 3,35%	9,71%	3 490 000
Suma					32 888 475

* emisje nominowane w euro.

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Zbiór podmiotów tworzących dziesiątkę największych emitentów obligacji przedsiębiorstw pozostawał identyczny z tym, jaki zanotowano na koniec pierwszego kwartału bieżącego roku. W minionym półroczu dało się zaobserwować dalszą koncentrację rynku pierwotnego – wymienieni emitenci do końca III kwartału br. uplasowali łącznie obligacje

o wartości nominalnej bliskiej 44,2 mld zł, co stanowiło 68,1% rynku obligacji korporacyjnych (o 1,5 p.p. więcej niż pół roku wcześniej) i niemal 61,6% (wzrost o 2,5 p.p. wobec końca marca br.) całego rynku pierwotnego obligacji komercyjnych, notowanych na rynku publicznym, którego wartość na koniec września bieżącego roku wyniosła około 71,8 mld zł. W perspektywie ostatnich czterech kwartałów rynek rozwijał się w niemal jednostajnym, stabilnym rytmie, przyrastając o ok. 3,0–4,0 mld zł k/k. Było to reakcją obu stron rynku (emitentów i inwestorów) na ustabilizowanie się krajowych stóp procentowych oraz umacnianie się złotego wobec euro.

W porównaniu z końcem marca 2024 r. rynek liczonego w złotych polskich długu przedsiębiorstw wzrósł o 8,2 mld zł (14,5%), w tym rynek emisji nominowanych w PLN o 4,0 mld zł (plus 8,8%). Natomiast dług nominowany w euro powiększył się od końca I kwartału 2024 r. o 1 050 mln euro (przyrost o 42,5%). Przyczyną większość wspomnianego wzrostu (1 mld euro) przypadło na dwie emisje Banku PKO BP, co przyczyniło się do wcześniej opisanego wyraźnego wysforowania się tego emitenta na pierwsze miejsce rankingu.

Tabela 6. Emitenci zwiększający w stosunku do końca I kwartału 2024 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	ALR0628	09.06.2028	7,85%	550 000,00	550 000,00
AOW Faktoring	AOW0227	22.02.2027	11,36%	10 000,00	5 000,00
Arche	ACH0427	02.04.2027	10,25%	21 500,00	1 500,00
Archicom	ARH0627	01.06.2027	9,10%	168 000,00	358 000,00
	ARH0628	19.06.2028	8,97%	190 000,00	
Art.Locum	ARL1226	11.12.2026	10,65%	20 000,00	20 000,00
Best	BS10228	15.02.2028	10,75%	20 000,00	135 000,00
	BST0527	08.05.2027	10,55%	50 000,00	
	BS10829	22.08.2029	10,06%	40 000,00	
	BST0829	07.08.2029	10,36%	25 000,00	
Budlex Finance	BXF1126	06.11.2026	12,36%	20 000,00	42 000,00
	BXF1226	04.12.2026	12,35%	22 000,00	
Cavatina Holding	CAV0927	11.09.2027	11,85%	21 650,00	105 331,90
	CAV1127	09.11.2027	11,86%	20 000,00	
	CAV1227	19.12.2027	11,86%	25 000,00	
	CAV0928	12.09.2028	11,85%	38 681,90	
Cognor	COG0129	15.01.2029	10,07%	120 000,00	240 000,00
	CO10129	15.01.2029	10,07%	120 000,00	
Cordia Polska Finance	CPF1227	18.12.2027	10,36%	120 390,00	51 593,00

Emitent	Seria	Termin wykupu	Bieżący kupon	Wolumen emisji [tys. zł]	Wzrost zadłużenia [tys. zł]
Dantex Group	DAN0126	24.01.2026	10,66%	20 000,00	20 000,00
Dekpol	DEK0628	06.06.2028	9,86%	225 000,00	174 440,00
Developres	DVR0726	25.07.2026	12,26%	12 930,00	24 400,00
	DVR1226	22.12.2026	11,25%	11 470,00	
Echo Investment	ECH0428	26.04.2028	9,67%	60 000,00	106 880,00
	ECH0229	27.02.2029	10,35%	100 000,00	
	ECH0529	13.05.2029	10,36%	100 000,00	
	ECH0829	01.08.2029	10,37%	200 000,00	
Ghelamco Invest	GHE1127	17.11.2027	10,87%	23 000,00	53 868,00
	GHE0728	17.07.2028	10,87%	40 000,00	
Hm Inwest	HMI0327	07.03.2027	10,85%	14 000,00	21 000,00
	HMI0627	06.06.2027	11,86%	7 000,00	
KGHM Polska Miedź SA	KGH0631	26.06.2031	7,11%	1 000 000,00	600 000,00
Kredyt Inkaso	KRI0328*	27.03.2028	8,64%	4 999,90	35 200,03
	KRI1025	19.10.2025	6,00%	22 631,94	
Marvipol Development	MVP0528	07.05.2028	10,37%	150 000,00	108 400,74
MCI Management Sp. o.o.	MCM1127	14.11.2027	10,16%	21 500,00	21 500,00
	MCM0727	28.07.2027	10,07%	20 000,00	
MLP Group	MLP1226*	04.12.2026	7,36%	41 000,00	125 216,88
Murapol	MUR0527	28.05.2027	9,85%	150 000,00	150 000,00
Okam Capital	OKA0926	06.09.2026	10,85%	50 000,00	50 000,00
Okam Incity	OKM0725	12.07.2025	10,24%	27 000,00	27 000,00
Olivia Fin	OBC0828*	07.08.2028	8,15%	11 678,00	69 401,44
	OBC0625	09.06.2025	11,16%	20 000,00	
Pekao	PEO0429	26.04.2029	7,47%	500 000,00	350 000,00
	PEO0127	29.01.2027	6,72%	600 000,00	
PKO BP	PK10328*	27.03.2028	8,86%	500 000,00	5 230 300,00
	PKO0629*	18.06.2029	4,50%	500 000,00	
	PKO0229	28.02.2029	7,44%	1 000 000,00	
Polski Holding Nieruchomości	PHN0327	05.03.2027	9,75%	230 000,00	230 000,00
PragmaGo	PRF0427*	16.04.2027	8,70%	3 500,00	82 806,05
	PRF0327	21.03.2027	10,85%	25 000,00	
	PRF0627	26.06.2027	10,65%	30 000,00	
	PRF0727	30.07.2027	10,36%	35 000,00	
	PRF0927	02.09.2027	9,35%	30 000,00	
Vehis Finanse	VHI0526	28.05.2026	12,85%	21 000,00	21 000,00
Victoria Dom SA	VID0427	02.04.2027	11,11%	50 000,00	71 271,00
	VID0827	01.08.2027	10,82%	50 000,00	
Vindexus	VIN0327	26.03.2027	11,25%	18 250,00	28 250,00
	VIN0727	15.07.2027	10,75%	10 000,00	
Suma					9 109 359,04

* emisje nominowane w euro

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Liczba wyemitowanych serii wzrosła o 28 (w ostatnim kwartale – o 12) a lista emitentów wydłużyła się o 4 pozycje. Z grona emitentów ubyły spółki: Dekpol Deweloper, BOŚ, PA Nova, Everest Capital, Polska Grupa Farmaceutyczna i Novdom, natomiast w ich miejsce pojawili się: HM Inwest, Developres, Okam Incity, Cognor, Murapol, Art.Locum, Okam Capital, Budlex Finance, Dantex Group i Vehis Finanse.

Oprócz wymienionych nowych emitentów 22 przedsiębiorstwa, obecne już na rynku w poprzednich okresach, zdecydowały się na zwiększenie zadłużenia. Pięć z powyższej grupy podmiotów przeprowadziło emisje nominowane w euro. W Tabeli 6 zaprezentowano dane dotyczące obligacji wyemitowanych w ostatnim półroczu przez wyżej wymienionych 32 emitentów. Zmniejszenie zadłużenia – poza wspomnianymi powyżej sześcioma przypadkami całkowitego wykupu długu – miało miejsce w przypadku 7 przedsiębiorstw. Wykaz emitentów zmniejszających swoje zadłużenie zawiera Tabela 7.

Tabela 7. Emitenci o malejącym w stosunku do końca I kwartału 2024 r. wolumenie emisji na publicznym rynku obligacji korporacyjnych

Emitent	Spadek wolumenu wyemitowanych obligacji [tys. zł]
Atal	70 000
BOŚ SA	150 000
Dekpol Deweloper	10 000
Develia	85 570
Everest Capital	6 000
Infinity	10 100
Kruk	25 000
Novdom	20 000
PA Nova	20 100
Polska Grupa Farmaceutyczna	130 000
Robyg	100 000
Voxel	10 000
White Stone Development	6 750
Suma	643 520

Źródło: gpwcatalyst.pl.

Na rynku obligacji komunalnych, w horyzoncie rocznym, liczba emitentów powiększyła się, o cztery samorządy a nominal wyemitowanego długu wzrósł z ponad 5,6 mld zł do niemal 7 mld zł (wzrost o 23,7%). Jednak większość tego wzrostu przypadła na okres omówiony

w poprzednim raporcie – w minionych 6 miesiącach wartość uplasowanych emisji komunalnych prawie się nie zmieniła (nastąpił wręcz niewielki spadek – o 1,6%), a grono emitentów powiększyło się w tym czasie z 45 do 47 samorządów.

Stało się to za sprawą obligacji emitowanych na przełomie czerwca i lipca br. przez gminy Pszczyny oraz Grudziądz. Oprócz dwóch wymienionych nowych emitentów, w okresie minionego półrocznego okresu, wzrost zadłużenia stał się udziałem Olsztyna i Muszyny (odpowiednio o 24,0 mln zł i o 10,0 mln zł). Spadek długu zanotowały natomiast samorzady Krakowa (o 180,0 mln zł), Płocka (o 10,0 mln zł), Przemyśla (o 4,1 mln zł) Wałbrzycha (o 4,0 mln zł) oraz Świdnika (o 3,6 mln zł). Mająca miejsce w drugim kwartale minimalna tendencja spadkowa uległa odwróceniu w kolejnym kwartale 2024 r. kiedy to wartość nominalna długu samorządów wzrosła w stosunku do końca pierwszego półrocza o 80,4 mln zł.

W porównaniu z końcem trzeciego kwartału ub.r. globalna liczba emisji obligacji samorządowych wzrosła z 265 do 347 (o 30,9%) a w horyzoncie ostatnich 6 miesięcy zmiany były – podobnie jak w przypadku zmian wartościowych – symboliczne. Odnotowano bowiem wzrost o 5 emisji (o 1,5%). Na wynik ten złożyło się 10 nowych emisji: po trzy Grudziądz (GRU1138, GRU1139, GRU1140) i Pszczyny (PSZ1129, PSZ1130, PSZ1131), dwie Olsztyna (OLS1138, OLS1140) oraz po jednej Muszyny (MUS1128) i Sanoka (SAK1136) oraz wykup obligacji Krakowa (KRA0424), Świdnika (SWK1124), Płocka (PLO0524), Sanoka (SAK1131) i Przemyśla (PRZ0924). Oprócz wymienionych zmian doszło do połowicznego wykupu zapadającej we wrześniu przyszłego roku emisji obligacji Wałbrzycha. Szczegóły zawierają tabele 8 i 9.

Tabela 8. Emisje JST wykupione od 31.03.2024 r. do 30.09.2024 r.

Emitent	Seria	Wartość wykupionych obligacji [tys. zł]
Kraków	KRA0424	180 000
Gmina Miasto Płock	PLO0524	10 000
Przemyśl	PRZ0924	4 070
Gmina Miasta Sanoka	SAK1131	8 000
Gmina Miejska Świdnik	SWK1124	3 600
Wałbrzych	WAL0925	4 000
Suma		209 670

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Tabela 9. Wartość nowych emisji JST od 31.03.2024 r. do 30.09.2024 r.

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
Grudziądz	GRU1138	25.11.2038	WIBOR 6M + 0,8%	6,66%	4 500
	GRU1139	25.11.2039	WIBOR 6M + 0,8%	6,66%	8 500
	GRU1140	26.11.2040	WIBOR 6M + 0,8%	6,66%	8 500
Muszyna	MUS1128	27.11.2028	WIBOR 6M + 1,15%	7,01%	10 000
Gmina Olsztyn	OLS1138	25.11.2038	WIBOR 6M + 0,85%	6,71%	14 000
	OLS1140	26.11.2040	WIBOR 6M + 0,85%	6,71%	10 000
Gmina Pszczyna	PSZ1129	26.11.2029	WIBOR 6M + 0,5%	6,36%	11 000
	PSZ1130	25.11.2030	WIBOR 6M + 0,5%	6,36%	11 000
	PSZ1131	25.11.2031	WIBOR 6M + 0,5%	6,36%	11 000
Gmina Miasta Sanoka	SAK1136	25.11.2036	WIBOR 6M + 1,15%	7,01%	8 000
Suma					96 500

Źródło: gpwccatalyst.pl; obligacje.pl.

W związku z niewielkimi zmianami wartościowymi i ilościowymi w podsegmencie rynku obligacji komunalnych w minionym półroczu nie uległ zmianie ranking jednostek samorządu terytorialnego o najwyższym sumarycznym zadłużeniu. Liderem, z 12 czynnymi seriami obligacji, pozostawał Kraków, którego zadłużenie wynoszące blisko 2,5 mld zł stanowiło 35,0% wartości tej części rynku. Drugie miejsce utrzymała Łódź (9 serii obligacji, łączne zadłużenie 764,1 mln zł) z udziałem w rynku wynoszącym blisko 11,0%. Pierwszą piątkę tej klasyfikacji uzupełniały – podobnie jak w poprzednim półroczu – Warszawa (400 mln zł), Wałbrzych (323,9 mln zł) oraz Siedlce (316,3 mln zł).

W sumie wartość obligacji pięciu największych emitentów wśród samorządów osiągnęła w nominale 4,25 mld zł (spadek w stosunku do końca marca br. wynikał z opisanych wcześniej stosunkowo niewielkich redukcji zadłużenia Krakowa i Wałbrzycha), co stanowiło 60,8% rynku długu komunalnego. Tym samym poziom koncentracji pierwszej piątki spadł o niespełna 1,5 p.p. w stosunku do poprzedniego okresu sprawozdawczego, kiedy wynosił 62,4%.

Analogicznie, jak pół roku wcześniej, zadłużenie szesnastu emitentów – oprócz wymienionych w Tabeli 10 były to: Słupsk, Zamość, Województwo Małopolskie, Świnoujście, Płock, Kielce, Olsztyn, Elbląg, Niepołomice, Piła i Mielec – na koniec września 2024 r. przekroczyło 100 mln zł. Łączne zadłużenie wymienionych podmiotów (6,03 mld zł) stanowiło według stanu na koniec III kwartału 2024 r. ponad 86,3% całego publicznego długu jednostek samorządu terytorialnego.

W horyzoncie ostatniego roku najwyższą dynamikę długu, w przytoczonej grupie podmiotów, odnotowały (nie licząc Łodzi, która zadłużanie się na rynku publicznym rozpoczęła dopiero w 2024 r.): Gmina Olsztyn (371,0%, 178 mln zł vs 48 mln zł we wrześniu

ub.r.), Gmina Mielec (177,0%, 101 mln zł vs 57 mln zł przed rokiem), Wałbrzych i Zamość (oba miasta po ok. 144,0%) oraz Gmina Piła ze 139,0% dynamiką długu.

Wśród podmiotów o niższych wolumenach zadłużenia brylowała pod tym względem Gmina Podgórzyn z długiem, który w ciągu minionych 12 miesięcy wzrósł z 28 mln zł do 45 mln zł. W przeliczeniu na głowę mieszkańca gminy zadłużenie to wyrażało się kwotą bliską 5,5 tys. zł co lokowało ten samorząd – oprócz wspomnianych już Niepołomic (3,4 tys. zł/pc) i Krakowa (3 tys. zł/pc) – wśród liderów segmentu notowanych na Catalyst obligacji komunalnych ocenianych przez pryzmat zadłużenia per capita.

Tabela 10. Emitenci o największym udziale w publicznym rynku obligacji komunalnych według stanu na 30.09.2024 r.

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku [%]
Kraków	KA11133	2033.11.25	6,66%	300 000	35,00%
	KA21133	2033.11.25	6,66%	20 000	
	KR11134	2034.11.25	6,93%	350 000	
	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	
Razem				2 628 000	
Łódź	LDZ1234	01.12.2034	6,86%	84 900	10,92%
	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	
	Razem				
Warszawa	WAW1228	2028.12.21	7,65%	200 000	5,72%
	WAW1230	2030.12.21	7,85%	200 000	
	Razem				
Wałbrzych	WA11128	2028.11.25	7,01%	6 000	4,63%
	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%	4 000	
	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	

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku [%]
	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	
	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	
	Razem				
Siedlce	SI11136	2036.11.25	7,06%	29 200	4,52%
	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		
Razem				316 300	

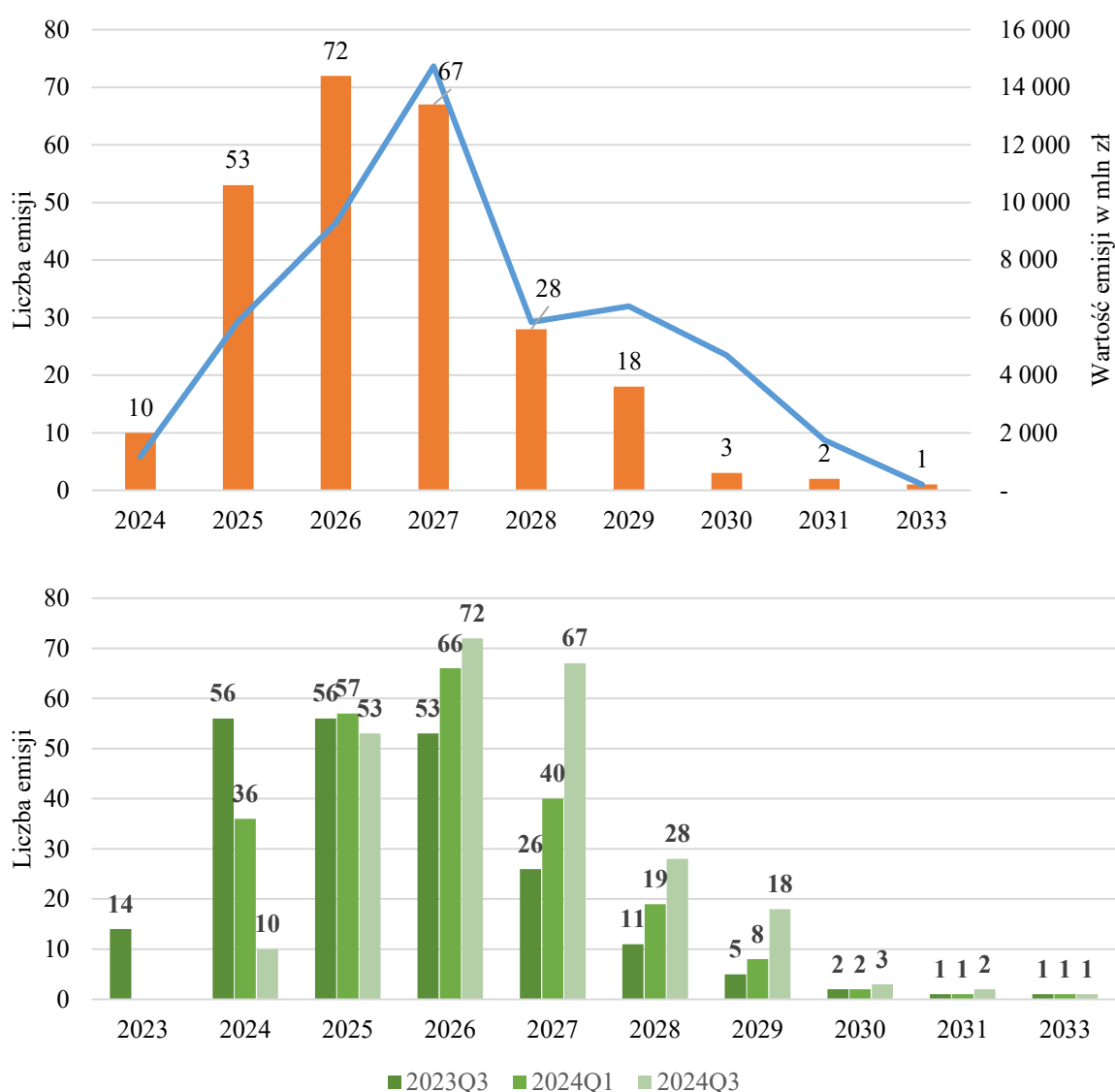
Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Spośród 254 serii obligacji korporacyjnych nominowanych w złotych 36 serii, stanowiących niemal 24,8% wszystkich emisji, zostanie wykupione do końca 2025 r., a 139 serii ma termin wykupu, przypadający na kolejne 2 lata. Te dwa podzbiory stanowią w sumie niemal 79,5% rynku. Nieco ponad 11% przypadło obligacjom, których wykup przypada na rok 2028, a tylko niespełna 9,5% na lata późniejsze. Na „długim końcu” rozkładu zapadalności sytuacja, w porównaniu z poprzednimi kwartałami, niemal się nie zmieniła,

obligacji zapadających po 2030 r. nadal było jak na lekarstwo – odnotowano zaledwie dwie nowe emisje nominowane w PLN (ENA0530 i KGH0631). Pozytywne w tej sytuacji – co odnotowano już w poprzednim raporcie – jest powolne, lecz biorąc pod uwagę dynamikę, zauważalne, zwiększanie się ilości emisji cztero- i pięcioletnich.

W ujęciu wartościowym dysproporcje te są równie widoczne, ale wykres rozkładu wartości jest bardziej, niż ilościowy, przesunięty w kierunku długich wykupów. Wynika to z faktu, iż „najdłuższe” obligacje, emitowane w przeważającej większości przez duże przedsiębiorstwa, charakteryzują się wyższymi wolumenami emisji (Wykres 6).

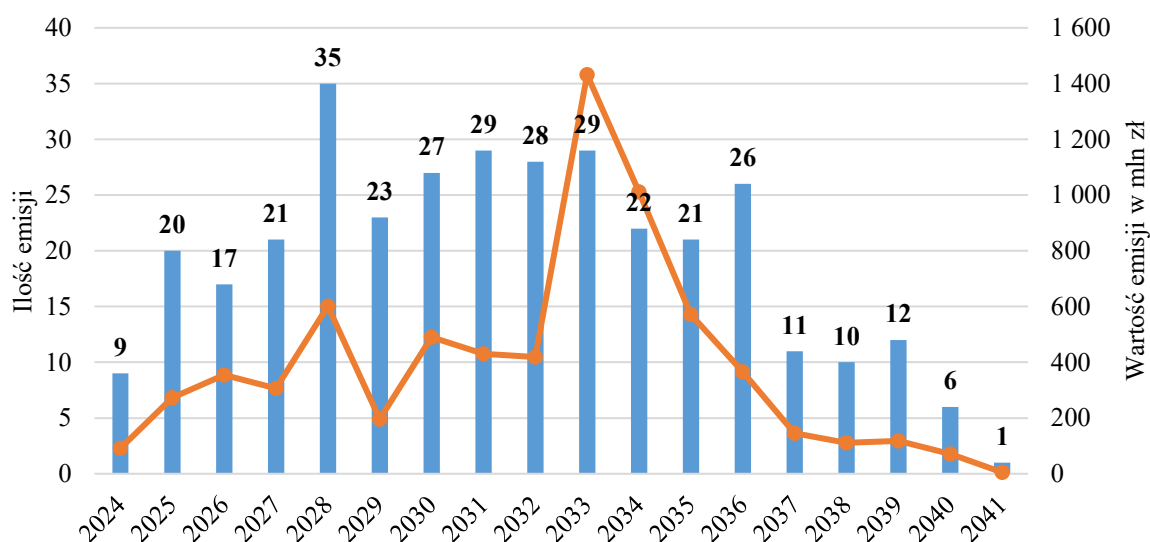
Wykres 6. Rozkłady zapadalności obligacji przedsiębiorstw nominowanych w złotych



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

W sektorze obligacji samorządowych rozkład zapadalności (Wykres 7) był bardziej spłaszczony i obejmował, tak jak we wcześniejszych okresach sprawozdawczych, szerszy horyzont terminów wykupu niż to miało miejsce na rynku obligacji przedsiębiorstw. Jego charakterystyka od końca marca niemal nie uległa zmianie, co nie powinno dziwić, jeśli się weźmie pod uwagę opisane na poprzednich stronach niemal stagnacyjne – niewielki przyrost ilości nowych emisji, niewielka ilość serii zapadających lub wykupionych przed terminem - zachowanie tego segmentu rynku. W stosunku do poprzedniego raportu ilość obligacji z terminem wykupu przypadającym po roku 2035 wzrosła o 10% (66 vs 60). Wartościowo nadal gros wykupów przypada na 2033 rok.

Wykres 7. Rozkład zapadalności obligacji jednostek samorządu terytorialnego



Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Większość notowanych obligacji korporacyjnych stanowiły obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Kupony obligacji przedsiębiorstw pokrywały ten sam co pół roku wcześniej, przedział pomiędzy 4,0%, a 13,6%, końce tego przedziału wyznaczały te same, co w marcu br., instrumenty dłużne. Miano obligacji o najniższym (4,0%) kuponie przysługiwało pięcioletnim obligacjom Kruka (KRU0626). Najwyższe (13,6%) oprocentowanie można było uzyskać z wyemitowanych w styczniu 2023 roku dwuletnich obligacji BBI Development (WIBOR 6M + 7,75%).

Rozkład kuponów 254 serii obligacji miał kształt niemal identyczny, jak przed 6 miesiącami: z nieznacznym, lecz zauważalnym wzrostem ilości emisji plasujących się w przedziale gromadzącym istotną część rozkładu, tj. przedziale pomiędzy 7,0% a 9,0%

(z lokalnym maksimum na poziomie 9,85–9,86%). Znalazło się w nim blisko 50,0% emisji (125 serii), przy prawie niezmienionej od końca 2023 r. ilości emisji w przedziałach sąsiadujących z nim po „lewej” i „prawej” stronie, które to przedziały – niemal symetryczne na koniec poszczególnych kwartałów bieżącego roku – zawierały odpowiednio: przedział 5,0–7,0% 54 i dwukrotnie 57 emisji, a przedział 11,0–13,0% 49 emisji w marcu, 57 w czerwcu, a we wrześniu br. 54 emisje.

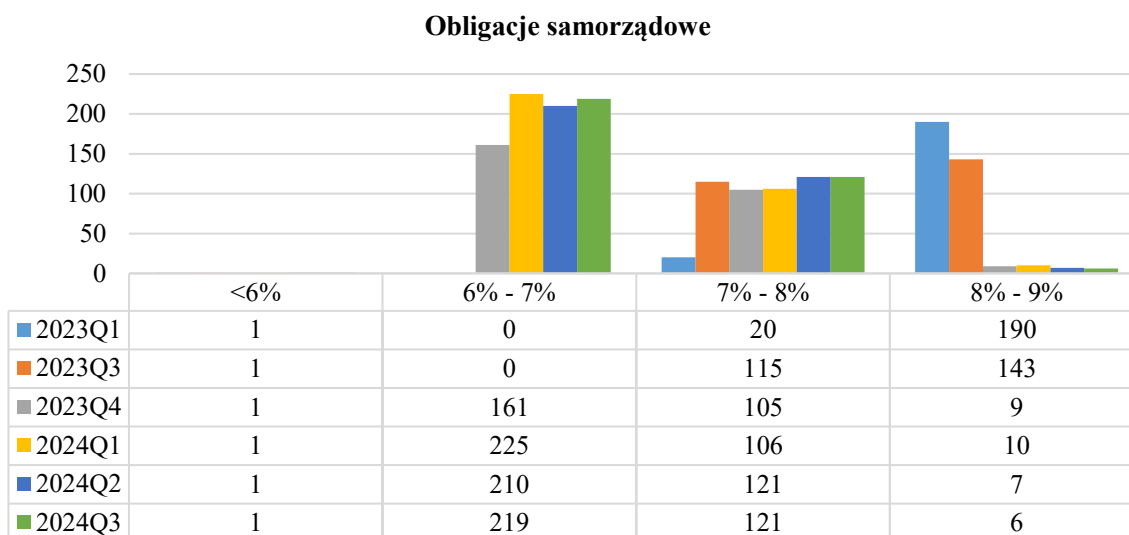
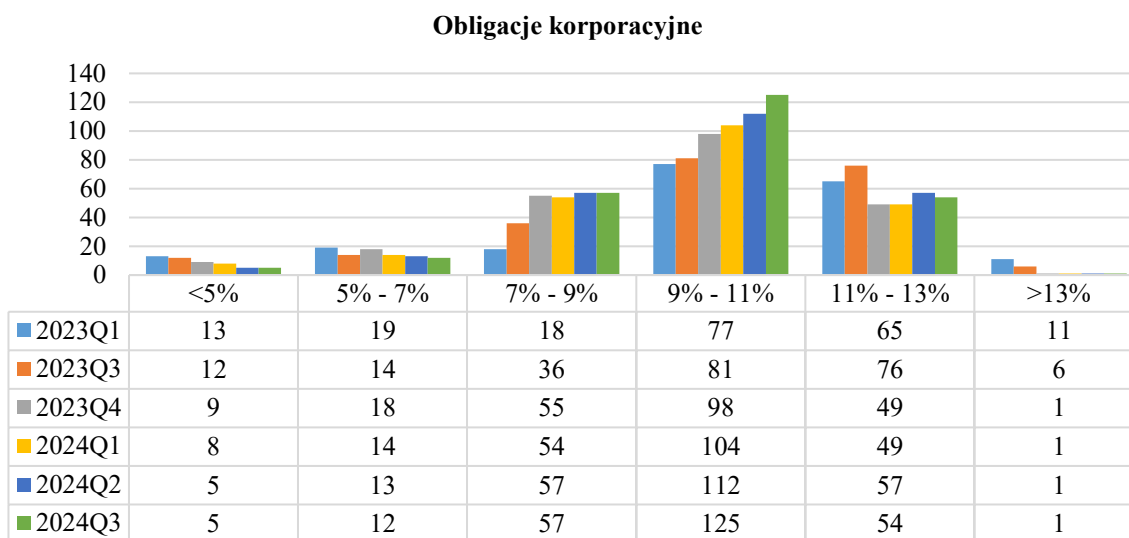
Ustabilizowanie się analizowanych rozkładów w trakcie bieżącego roku oraz wzrost ilości emitentów „trafiających” w centrum rozkładu potwierdza, że rynek nie oczekuje większych zmian zidentyfikowanego ryzyka inwestycyjnego. Odzwierciedla to ustabilizowanie się marż w stosunku do stóp referencyjnych.

W rozkładzie oprocentowania obligacji wyemitowanych przez jednostki samorządowe dało się w minionych 6 miesiącach zauważyć ciekawą tendencję. O ile sam przedział oferowanych kuponów pozostał niezmienny: od 6,0% do 9,0%, a także maksymalna ilość emisji przypadła na dolną część tego przedziału – z utrzymującym się maksimum pomiędzy 6,9% a 7,1% (103 na 347 serii), to globalna ilość instrumentów w przedziale 6,0–7,0% w stosunku do marca br. spadła (219 vs 225), na korzyść przedziału o 1 p.p. wyższego (121 vs 106).

Może to świadczyć o tym, iż inwestorzy coraz mniej chętnie akceptują niską premię za ryzyko, oferowaną w trakcie plasowania obligacji samorządowych, przy jednoczesnym utrzymywaniu przez emitentów chęci do niskiego kosztu pieniądza. Potwierdzeniem tego przypuszczenia może być wyraźny zastój w tym segmencie rynku, sygnalizowany na wcześniejszych stronach raportu. Kompletny rozkład kuponów nominowanych w złotych obligacji korporacyjnych i komunalnych w porównaniu do wcześniejszych okresów sprawozdawczych zaprezentowano na Wykresie 8.

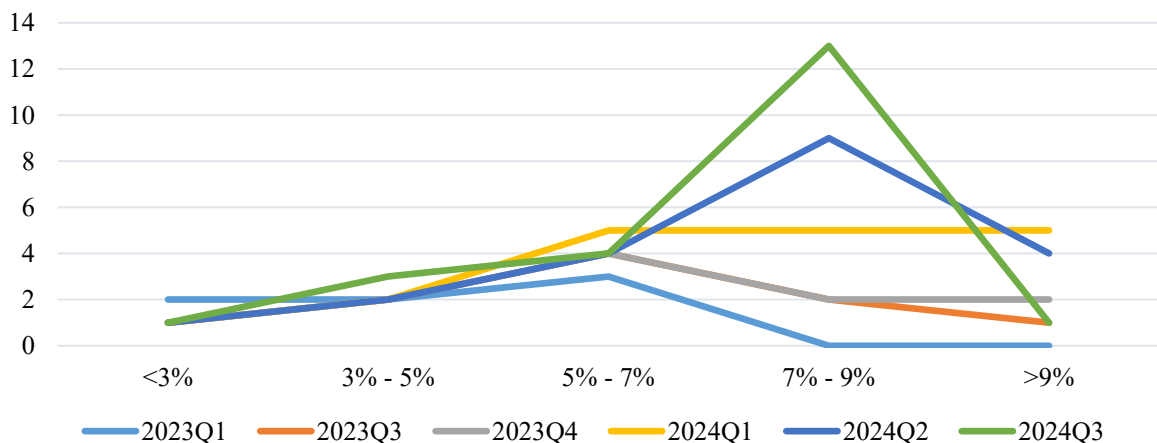
Na rynku długu nominowanego w euro kontynuowany był w bieżącym półroczu, zapoczątkowany od pierwszego kwartału bieżącego roku wzrost ilości emisji oferujących kupony w przedziale 7,0–9,0%. Potwierdza to ustabilizowanie się oczekiwań inwestorów co do premii rynkowej w tym segmencie rynku na wzmiankowanym poziomie (Wykres 9).

Wykres 8. Rozkłady kuponów obligacji nominowanych w złotych



Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Wykres 9. Obligacje nominowane w euro – rozkład kuponów

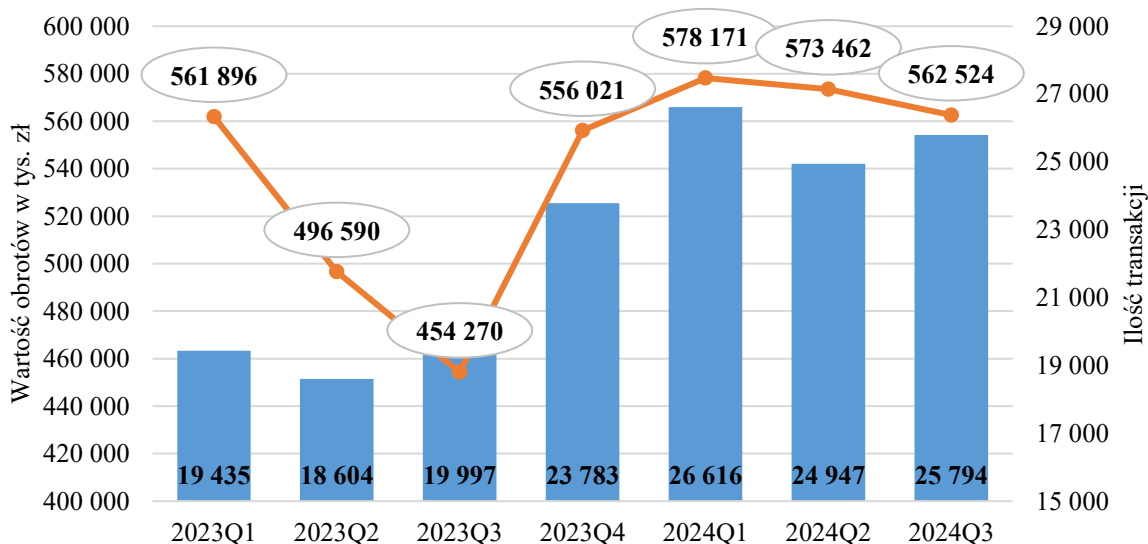


Źródło: obligacje.pl, obliczenia własne.

Aktywność rynku wtórnego tradycyjnie ograniczyła się do obligacji komercyjnych. Spośród obecnych na Catalyst ponad trzystu serii obligacji komunalnych w minionych sześciu miesiącach nie dokonano na rynku wtórnym żadnej transakcji tymi instrumentami. Podobnie śladowy wymiar miał rynek transakcji papierami korporacyjnymi nominowanymi w euro, w żadnym z miniowych kwartałów bieżącego roku liczba transakcji nie przekroczyła 500, a obroty od początku roku zamknęły się kwotą niespełna 2,9 mln euro.

Natomiast na rynku wtórnym obligacji przedsiębiorstw pomiędzy początkiem kwietnia a końcem września 2024 r. zawarto 50 741 transakcji, co było wynikiem zbliżonym do uzyskanego w trakcie wcześniejszych 6 miesięcy (50 399). Wartość obrotów przekroczyła 1,13 mld zł, wynik niemal identyczny jak w trakcie poprzedniego półrocznego okresu. W II kwartale br. obrót wyniósł 573,5 mln zł, co było wynikiem lepszym o 15,5% (496,6 mln zł) natomiast w III kwartale br. obroty wyniosły 562,5 mln zł, tj. 23,8% więcej niż w analogicznym okresie poprzedniego roku, jednak o 2,0% mniej niż poprzednich 3 miesiącach i o 2,7% mniej niż w najlepszym dotychczas okresie I kwartału br. Z perspektywy ostatnich siedmiu kwartałów lat 2023–2024 obroty kwartalne na rynku wtórnym stabilizują się w przedziale 450–600 mln zł, ze średnią przekraczającą nieco 540 mln zł (Wykres 10) oraz z dającą się zaobserwować tendencją wzrostową.

Wykres 10. Aktywność rynku wtórnego od I kwartału 2023 r. do III kwartału 2024 r.



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

Preferencje inwestorów co do wyboru kupowanych na wtórnym rynku papierów w ostatnim półroczu powróciły – po krótkiej zmianie w pierwszym kwartale br., kiedy to

inwestorzy chętniej sięgali po papiery Kruka, Echo Investment czy Ghelamco Invest – na utarte wcześniej szlaki, kiedy to prym wiodły przede wszystkim papiery spółek państwowych i to najczęściej z sektora finansowego. W pierwszej piątce emitentów o największym obrocie utrzymała się – ponownie na pierwszym miejscu – zaledwie jedna niepaństwowa spółka, a mianowicie Ghelamco Invest.

Mimo opisanych zmian zachodzących w pierwszej piątce rankingu podkreślić trzeba utrzymujące się w kolejnym okresie sprawozdawczym zainteresowanie obligacjami deweloperów oraz spółek specjalizujących się w obrocie długami. Obligacje każdego z emitentów należących do liderów tych sektorów w analizowanym półroczu notowały obroty przekraczające nominalnie 30 mln zł, co gwarantowało każdorazowo osiągnięcie co najmniej 2,5% udziału w rynku. Łączny obrót papierami dłużnymi spółek wymienionych w Tabeli 11 osiągnął w okresie minionych 6 miesięcy wartość zbliżającą się do dziewięciuset milionów złotych (893,4 mln zł) co stanowiło ponad trzy czwarte rynku (76,5%). Na uwagę zwraca fakt, że ilość transakcji tymi obligacjami miała w globalnej ilości transakcji udział znacznie niższy bo zaledwie 57,6%, co świadczy o tym, iż przeciętna wartość pojedynczej transakcji wymienionymi walorami przekraczała istotnie średnią wartość transakcji na rynku.

Tabela 11. Obligacje o największym obrocie na rynku wtórnym w II i III kwartale 2024 r.

Emitent	Wartość obrotu [tys. zł]	Liczba transakcji	Udział w rynku [%]	Zmiana udziału [p.p.]
Ghelamco Invest	145 589,5	6 473	15,20	6,08
Pekao	138 036,1	1 403	11,82	3,90
PZU	68 859,7	306	5,90	-0,32
Alior	67 334,2	1 304	5,77	2,38
PKO	58 082,6	219	4,97	2,87
CCC	53 485,9	1 753	4,58	n.d.
KGHM	48 389,1	838	4,14	0,86
Kruk	47 429,5	4 442	4,06	-3,06
Echo Investment	42 795,1	3 081	3,66	-0,25
Cavatina Holding	39 871,1	3 634	3,41	0,55
PragmaGO	35 377,2	4 387	3,03	n.d.
Cyfrowy Polsat	34 684,2	785	2,97	-0,88
Polski Holding Nieruchomości	32 186,2	444	2,76	-0,98
Millenium	27 955,1	46	2,74	-0,46
mBank	21 369,6	114	1,83	-0,60
Suma	893 418,3	29 229	76,49	-

Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

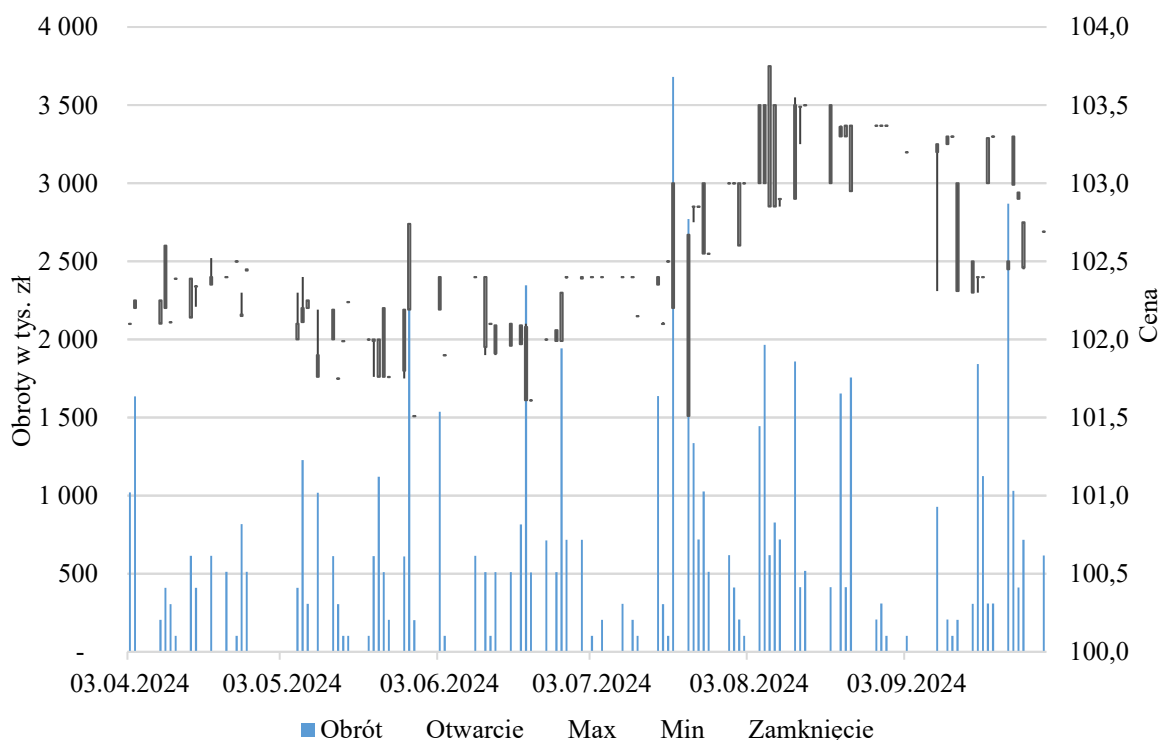
Oprócz lidera rynku – Ghelamco Invest – w kategorii emitenta o najwyższej wartości handlowanych obligacji także drugi na liście, Bank Pekao, przekroczył wartość obrotów na

poziomie 100 mln zł w okresie analizowanego półrocza. Spółka Ghelamco Invest znalazła się również – z liczbą 6 473 transakcji – na czele zestawienia emitentów, których obligacje najczęściej są przedmiotem transakcji. W tak skonstruowanym zestawieniu, zdecydowanie wygrywają spółki prywatne wspomnianych już sektorów: nieruchomościowego i windykacyjnego. Ilość emitentów, którzy w analizowanym okresie odnotowali ponad 20 mln zł obrotów, spadła tym razem do 16 – było to o dwóch mniej niż we wcześniejszym półroczu.

Jednostkowo komercyjnym papierem dłużnym o najwyższej wartości obrotów pozostawała (analogicznie jak w okresie III kwartał 2023 r. – I kwartał 2024 r.) dziesięcioletnia obligacja PZU (PZU0727), której obrót w minionym półroczu wyniósł ponad 68,8 mln zł, co stanowiło 6,06% udziału w rynku. W tym rankingu w pierwszej trójce – analogicznie, jak w raporcie opublikowanym na koniec marca, znalazły się jeszcze obligacje PEO1027 (60,4 mln zł) oraz ALR1025 (60,3 mln zł) z udziałem w globalnej wartości obrotu w obu przypadkach wynoszącym 5,3%.

Notowania PZU0727 w okresie analizowanego półrocza zilustrowano na Wykresie 11. Maksymalny kurs papiery te osiągnęły 7 sierpnia br., kiedy to płacono za nie 103 750 zł/nominał, a w poniedziałek 30 września rynek wyceniał je na 102 690 zł, za 100 tys. zł nominału, co było równoznaczne z osiągnięciem rentowności do wykupu równej 6,57%.

Wykres 11. Notowania obligacji PZU0727



Źródło: Biznesradar.pl.

Agencja S&P Global Rating potwierdziła długookresową ocenę ubezpieczyciela na poziomie „A-”, a jej perspektywę podniosła ze stabilnej do pozytywnej. S&P doceniła skuteczną realizacją strategii, w tym ambitnych celów w obszarze ubezpieczeń i bankowości, oraz ROE za rok 2023 na poziomie 20,5% istotnie wyższą niż porównywalne spółki krajowe i zagraniczne.

W komentarzach analitycznych pod koniec III kwartału br. sporo miejsca poświęcono jubileuszowi 15-lecia Catalyst, przypadającego właśnie na 30 września br. Od momentu uruchomienia w 2009 r. Catalyst stał się kluczową platformą dla polskich firm i samorządów, umożliwiając im pozyskiwanie kapitału, a inwestorom oferując szeroki wybór instrumentów dłużnych. Wśród pionierów znalazły się m.in. Electus, Europejski Bank Inwestycyjny oraz Miasto Stołeczne Warszawa, które wyemitowało obligacje o wartości 600 mln zł z przeznaczeniem na rozwój infrastruktury miejskiej.

W 2024 r. jedną z największych emisji było wprowadzenie przez KGHM obligacji serii C o wartości 1 mld zł, będącej częścią większego programu o wartości 4 mld zł. Obecnie Catalyst obejmuje 691 serii obligacji nominowanych w złotych, emitowanych przez 135 podmiotów, a łączna wartość notowanych obligacji przekracza 1,3 biliona zł (Iwiał część tej kwoty przypada na obligacje skarbowe). Komentarze na zorganizowanej przez GPW konferencji jubileuszowej zwracały uwagę na fakt, iż rynek obligacji nieskarbowych w Polsce, mimo że wciąż mniejszy w porównaniu z gospodarkami zachodnimi, ma ogromny potencjał dalszego rozwoju, stale się rozwija i jest katalizatorem rozwoju polskiego rynku finansowego.

Polska spółka EuroRating przestała być agencją uprawnioną do wystawiania publicznych ratingów kredytowych na terenie Unii Europejskiej. Spółka utraciła ten status na własny wniosek, z którym zwróciła się do Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA), „z uwagi na stale rosnące w ostatnich latach i nieproporcjonalne w stosunku do skali działalności małych agencji ratingowych wymogi regulacyjne i związane z tym rosnące koszty, przy jednoczesnym braku popytu na publiczne ratingi kredytowe wśród emitentów obligacji korporacyjnych w Polsce”.

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
Cyfrowy Polsat	BB	stabilna	Standard & Poor's
	BB	stabilna	Fitch Ratings
Enea	BBB	stabilna	Fitch Ratings
Kruk	BB-	stabilna	Standard & Poor's
	Ba1	stabilna	Moody's
mBank	BBB-	stabilna	Fitch Ratings
	BBB	pozytywna	Standard & Poor's
Millenium	BB+	pozytywna	Fitch Ratings
	Ba2	negatywna	Moody's
Orlen	BBB+	stabilna	Fitch Ratings
Pekao	BBB	stabilna	Fitch Ratings
	A-	stabilna	Standard & Poor's
	A2	stabilna	Moody's
PKO	A2	stabilna	Moody's
PZU	A-	pozytywna	Standard & Poor's
Santander Bank	BBB+	stabilna	Fitch Ratings
	A1	stabilna	Moody's

Źródło: strony internetowe emitentów.

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

Zaangażowanie banków spółdzielczych – Uczestników Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB – w instrumenty dłużne według stanu na 30 września br. kształtowało się tak, jak to przedstawiono w Tabeli 13.

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”. W niniejszym raporcie są one prezentowane pod osobną kategorią – obligacje „państwowe”.

Poza zdecydowanym preferowaniem obligacji i innych papierów dłużnych zabezpieczonych przez Skarb Państwa, które stanowią niemalże 99,0% portfela papierów dłużnych posiadanych przez banki spółdzielcze uwidaczniającą się od początku obecnego roku tendencją w jego strukturze jest rosnące przeważenie w kierunku krótszych horyzontów inwestycyjnych. W trakcie pierwszego półrocza 2024 r. udział bonów pieniężnych w portfelu banków wzrósł o niemal 5 p.p. (75,4% vs 70,7%).

Tabela 13. Struktura zaangażowania banków spółdzielczych, Uczestników Systemu Ochrony SGB, w papiery dłużne od 31.12.2023 r. do 30.09.2024 r.

Wyszczególnienie	IV kw. 2023 r.		I kw. 2024 r.		II kw. 2024 r.		III kw. 2024 r.
	Wartość nominalna [tys. zł]	Udział [%]	Wartość nominalna [tys. zł]	Udział [%]	Wartość nominalna [tys. zł]	Udział [%]	Wartość nominalna [tys. zł]
bony pieniężne	8 360 000	70,67%	9 739 579	74,80%	10 224 880	75,38%	11 389 850
obligacje skarbowe	273 500	2,31%	287 500	2,21%	327 000	2,41%	353 000
obligacje komercyjne	22 132	0,19%	16 946	0,13%	22 038	0,16%	b.d.
obligacje komunalne	134 245	1,13%	130 695	1,00%	126 145	0,93%	132 965
obligacje „państwowe”	3 039 700	25,70%	2 845 700	21,86%	2 864 500	21,12%	2 899 700
Suma	11 829 577	100,00%	13 020 420	100,00%	13 564 563	100,00%	-

Źródło: SGB-Bank SA, sprawozdania NB300.

Zaangażowanie w papiery korporacyjne ograniczyło się – podobnie jak w poprzednich kwartałach – do nieistotnej kwotowo ilości korporacyjnych papierów dłużnych, z czego niemal jedną czwartą stanowiły obligacje spółki zależnej od SGB-Banku SA. W tej sytuacji jedynym „nieskarbowym” składnikiem portfela o w miarę znaczącej wartości (sześciokrotnie

przewyższającej wartość portfela papierów korporacyjnych) pozostawało zaangażowanie w obligacje samorządowe w niemal niezmiennej kwocie około 130 mln zł – wahania wartości tego zaangażowania od końca IV kwartału 2023 r. wynosiły zaledwie kilka milionów zł.

Tabela 14. Zestawienie obligacji przedsiębiorstw utrzymywanych przez banki spółdzielcze, Uczestników Systemu Ochrony SGB, na koniec czerwca 2024 r.*

Emitent	Wartość nominalna [zł]
Admiral Boats S.A.	392 232
Dekpol S.A.	854 000
IT Card Centrum Technologii Płatniczych S.A.	1 500 000
NDJ Finance Sp. z o.o.	5 000 000
Orlen S.A.	7 538 494
Polbrand Sp. z o.o.	584 395
SGB Leasing Sp. z o.o.	5 000 000
White Stone Development Sp. z o.o.	1 169 000
Suma	22 038 121

Źródło: Sprawozdania NB300 na dzień 30.06.2024 r. - na dzień sporządzenia raportu sprawozdania NB300 za III kwartał 2024 r. nie były dostępne

Na inwestycje w papiery komunalne składały się zaangażowania 18 banków spółdzielczych w obligacje 37 emitentów reprezentujących samorzady szczebla gminnego, miejskiego i powiatowego. Papiery 9 emitentów znalazły się w portfelach więcej niż jednego banku, w przypadku 2 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 zakupiły 4 banki.

Emitent ten znalazł się również wśród liderujących w zestawieniu inwestycji dokonanych przez banki spółdzielcze Zrzeszenia SGB w papiery samorządowe – sumaryczna wartość tych obligacji w aktywach banków na koniec III kwartału 2024 r. wyniosła 17,1 mln zł i ustępowała tylko wartości obligacji Gminy Pelplin (25 mln zł), będących w posiadaniu dwóch banków. Na trzecim miejscu w tej klasyfikacji znalazła się tym razem Gmina Ścinawa, która wyprzedziła Gminę Kotła. Obligacje obu tych gmin nabył jeden bank.

Ranking pięciu emitentów obligacji jednostek samorządu terytorialnego o największym udziale w portfelu banków spółdzielczych uzupełniał Powiat czarnkowsko-trzcianecki. Obligacje tego emitenta, na łączną kwotę 7,5 mln zł, znalazły się w aktywach dwóch banków. W sumie obligacje 5 powyżej wymienionych emitentów o łącznej wartości nominalnej wynoszącej 66,7 mln zł stanowiły ponad połowę portfela (50,9%) obligacji komunalnych, obecnych na koniec III kwartału 2024 r. w aktywach banków spółdzielczych.

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

Emitent	Wartość nominalna [zł]	Liczba Uczestników Systemu Ochrony SGB
Gmina Pępulin	25 000 000	2
Gmina Sierakowice	17 060 000	4
Gmina Ścinawa	10 000 000	1
Gmina Kotła	8 100 000	1
Powiat Czarnkowsko - Trzcianecki	7 500 000	2
Gmina Miejska Wągrowiec	7 000 000	1
Gmina Lubraniec	6 250 000	1
Gmina Sława	6 000 000	1
Gmina Czarna Woda	5 550 000	1
Gmina Suchy Las	3 500 000	1
Powiat Żnin	3 000 000	3
Gmina Gródek	2 542 000	2
Powiat Kościan	2 500 000	2
Gmina Pniewy	2 200 000	1
Gmina Biesiekierz	2 200 000	1
Gmina Września	2 000 000	1
Miasto Białogard	2 000 000	1
Gmina Środa Wielkopolska	1 848 000	1
Gmina i Miasto Pajęczno	1 800 000	1
Gmina Szemud	1 750 000	1
Gmina Nowe	1 500 000	2
Gmina Nakło	1 500 000	1
Gmina Sulęczyño	1 200 000	2
Gmina Dzierżoniów	1 070 000	1
Gmina Czempień	1 000 000	1
Leszno	1 000 000	1
Gmina Kcynia	1 000 000	1
Gmina Czaplinek	1 000 000	1
Gmina i Miasto Odolanów	900 000	1
Miasto i Gmina Działoszyn	900 000	1
Gmina Wschowa	800 000	1
Gmina Miejska Nieszawa	780 000	2
Stare Miasto	703 000	1
Gmina Nowe	600 000	1
Gmina Sławoborze	500 000	1
Gmina Dygowo	412 000	1
Gmina Morzeszczyn	300 000	1
Suma	132 965 000	1

Źródło: SGB-Bank SA.

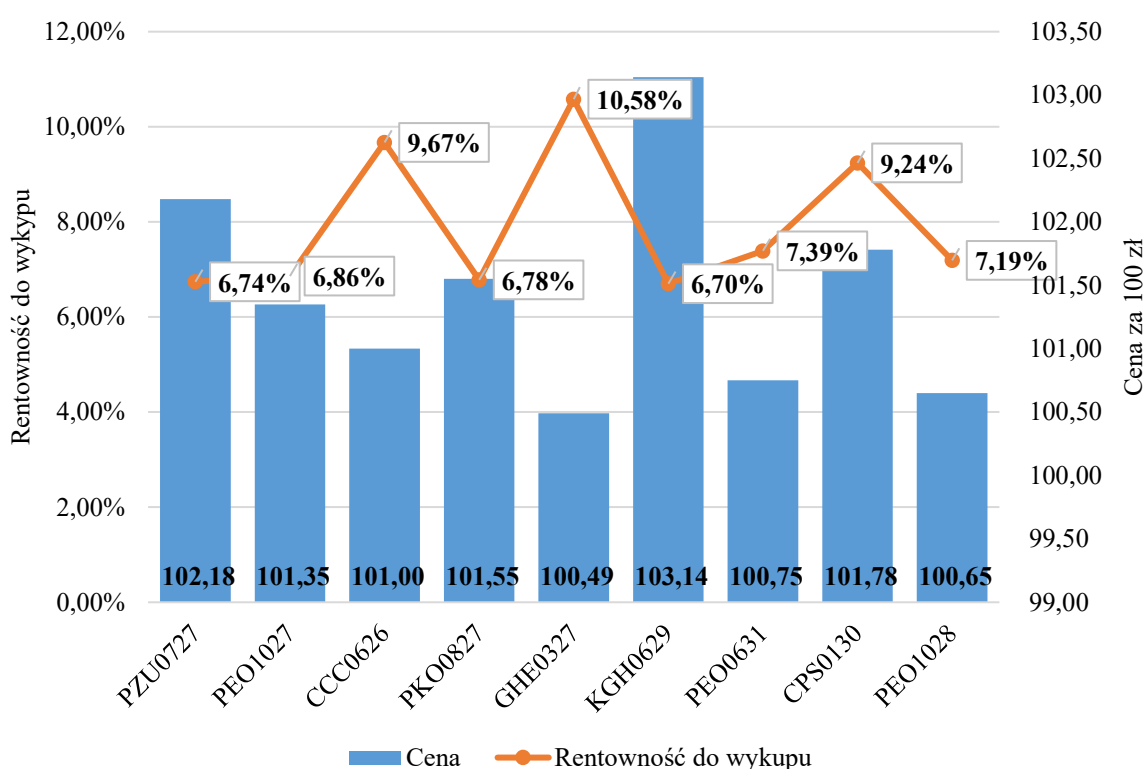
Istotny (ponad czteroprocentowy) udział w portfelu odnotowały ponadto obligacje czterech jednostek samorządu terytorialnego: Wągrowca, Lubrańca, Sławy oraz Czarnej Wody. Łączny udział wymienionych powyżej 9 emitentów w globalnej wartości inwestycji w papiery komunalne dokonanych przez banki spółdzielcze przekroczył 69,5%, zamykając się – podobnie jak pół roku wcześniej – kwotą 92,5 mln zł. Wykaz całego portfela obligacji samorządowych będących w posiadaniu banków z Grupy SGB przedstawiono w Tabeli 15.

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

1) Rynek obligacji i rynek akcji

Charakterystykę rynku dłużnych papierów komercyjnych przedstawiono szczegółowo na początku 3 rozdziału raportu.

Wykres 12 Rentowność brutto do wykupu na dzień 30.09.2024 r. – obligacje o największym obrocie w II i III kw. 2024 r.



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

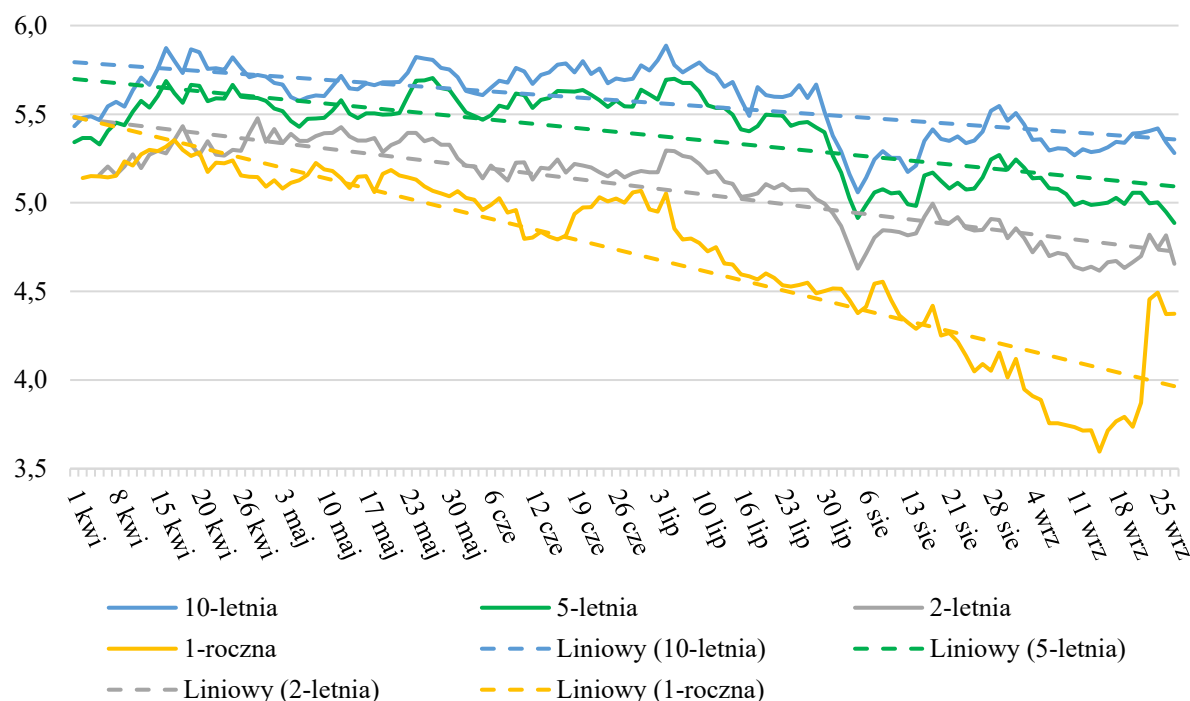
Rentowność brutto do wykupu na dzień 30.09.2024 r. dla dziesięciu serii obligacji korporacyjnych o najwyższych obrotach na rynku Catalyst zanotowanych w okresie analizowanego półrocza znalazła się w dwóch wyraźnie rozłącznych podzbiorach: większy, 7-elementowy, o szerokości zaledwie 70 punktów bazowych (6,7–7,4%) zawierał rentowności obligacji wyemitowanych przez cztery duże podmioty z przewagą kapitału należącego do Skarbu Państwa (PKO; Pekao, PZU i KGHM).

Pozostałe trzy obligacje emitentów „prywatnych” – CCC, Cyfrowego Polsatu i Ghelamco Invest – generowały rentowności w przedziale niemal dwukrotnie szerszym 9,24–

10,58% (Wykres 12). O ile pierwszy z wymienionych przedziałów pozostawał, od daty poprzedniego raportu, praktycznie niezmienny – zwłaszcza na górnym krańcu – o tyle drugi przedział, gromadzący obligacje spółek z kapitałem prywatnym, wyraźnie przesunął się „w górę” od czasu publikacji raportu marcowego. Może to świadczyć o pesymistycznych prognozach inwestorów co do długoterminowej kondycji gospodarki, a w szczególności sektora prywatnego, oraz braku perspektyw na dalsze rychłe obniżki stóp referencyjnych.

Długoterminowe obligacje skarbowe oferowały na początku analizowanego okresu rentowności na poziomie pomiędzy 5,15% (obligacje najkrótsze) a 5,5% (dziesięciolatki). W trakcie kolejnych miesięcy raportowanego półrocza zauważalna była kontynuacja trendu spadkowego rentowności obligacji skarbowych, jednak jego impet znacząco wyhamował dla dłuższych instrumentów – na koniec września obligacje 10-letnie oferowały rentowność zaledwie 20 p.b. niższą, dla pięcioletnich i dwuletnich obligacji spadek wyniósł ok. 45 p.b. (odpowiednio do rentowności 4,89% i 4,70%). Najszybciej taniały obligacje najkrótsze – w porównaniu z początkiem drugiego kwartału br. ich rentowność obniżyła się o 69 p.b. do 4,46%. Najwyższa była także ich zmienność – różnica pomiędzy maksimum i minimum odnotowanym w trakcie 6 miesięcy wyniosła ponad 1,75 p.p. i była około dwukrotnie wyższa niż dla pozostałych z wymienionych instrumentów (Wykres 13).

Wykres 13. Rentowność polskich obligacji skarbowych w okresie II i III kwartału 2024 r.

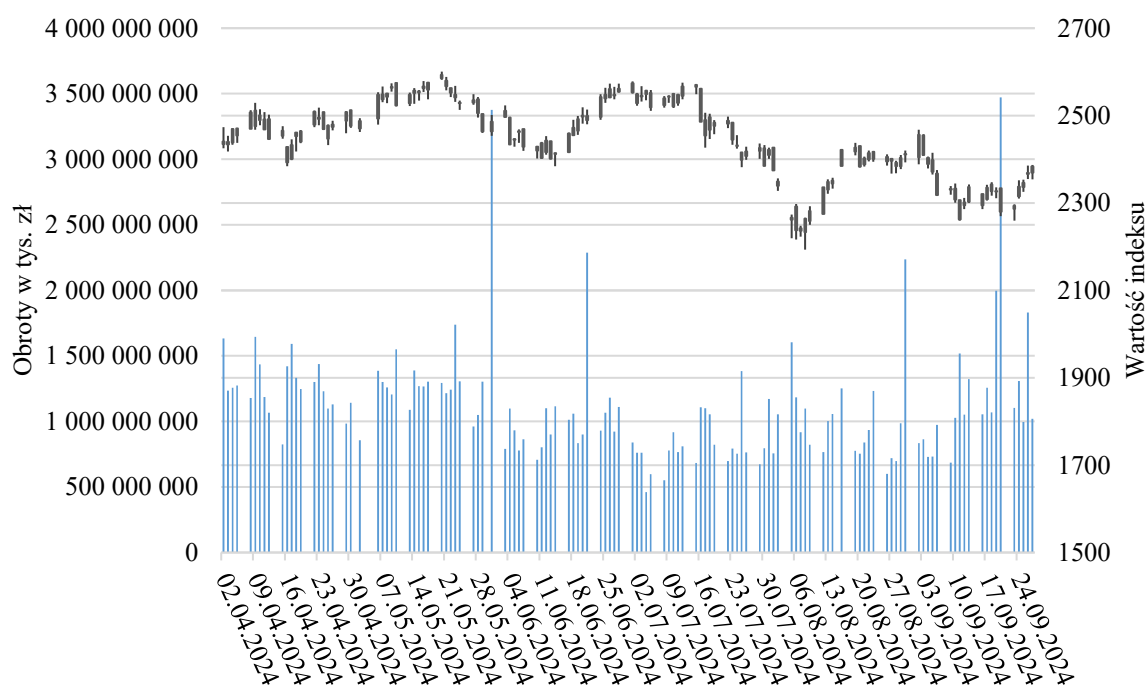


Źródło: Reuters.

Biorąc pod uwagę wspomniany wcześniej przedział od 6,7%% do 7,4%, charakteryzujący większościowy (pod względem obrotu) podzbiór rentowności papierów komercyjnych, łatwo zauważyć, że dominujący poziom marży za ryzyko dla przedsiębiorstw „państwowych” nie przekracza 2,1 p.p. w odniesieniu do rentowności obligacji PL10YT, natomiast dla przedsiębiorstw „nieskarbowych” marża ta ma wymiar co najmniej czteropunktowy.

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 14. Wartość indeksu WIG20 w okresie II i III kwartału 2024 r.



Źródło: GPW.pl.

Indeks dwudziestu największych polskich spółek na GPW w minionych sześciu miesiącach zachowywał się (patrząc przez pryzmat analizy technicznej) zgodnie

z zarysowanym w poprzednim raporcie scenariuszem – potencjał wzrostowy został w zasadzie wyczerpany, silna linia oporu na poziomie 2 600 pkt. nie została ani razu naruszona, a próby jej przekroczenia w trakcie kolejnych fal wzrostowych, notujących lokalne maksima (pod koniec maja, na początku lipca i września) osiągały coraz niższe wartości szczytowe. Od strony fundamentalnej taki rozwój wypadków może być uzasadniany ogólnym klimatem koniunktury Polsce i na świecie, będącym pokłosiem niepewności związanej zarówno z sytuacją polityczną (w regionie i na świecie), jak również ze stanem aktywności gospodarczej, która wbrew prognozom analityków nie poprawiła się w tempie oczekiwanym jeszcze kilka miesięcy temu.

W efekcie opisanych wyżej czynników (fundamentalnych i technicznych) na koniec września bieżącego roku WIG20 znajdował się około 4,5% poniżej wartości z 2.04.2024 r. Był to wynik podobny do wyników osiągniętych przez indeksy giełd w Tokio i Paryżu. Na rynkach tych – podobnie jak na pozostałych – dało się zaobserwować wyraźne ochłodzenie w stosunku do optymizmu poprzednich kwartałów, w tych jednak przypadkach przybrało ono już – w odróżnieniu od czterech pozostałych giełd – wymiar niewielkiej bessy. Ciekawym punktem czasowym, niemal identycznym na wszystkich rynkach był początek pierwszego pełnego tygodnia sierpnia, kiedy to wyraźnie została podjęta próba wywołania mocniejszego spadku – wszystkie największe giełdy, a w ślad za nimi również GPW, zanotowały w tym okresie najniższe notowania w całym półroczu.

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

INDEKS	NASDAQ100	S&P500	FTSE100	DAX	NIKKEI225	CAC40	WIG20
Kurs Otwarcia	18 498	5 244	7 935	18 291	39 803	8 130	2 435
Kurs Maksymalny	20 897	5 762	8 446	19 474	42 224	8 240	2 593
Data	10.07.2024	30.09.2024	15.05.2024	27.09.2024	11.07.2024	15.05.2024	20.05.2024
Kurs Minimalny	17 855	5 186	8 027	17 339	31 458	7 130	2 236
Data	07.08.2024	05.08.2024	06.08.2024	05.08.2024	05.08.2024	06.08.2024	07.08.2024
Kurs Zamknięcia	20 233	5 762	8 237	19 325	37 920	7 636	2 324
Δ 1	1 736	519	302	1 034	-1 884	-494	-111
Δ 2	9,38%	9,89%	3,81%	5,65%	-4,73%	-6,08%	-4,54%
Δ 3	3 042	576	419	2 135	10 766	1 110	357
Δ 4	17,04%	11,11%	5,22%	12,31%	34,22%	15,57%	15,95%

Δ 1 Zmiana zamknięcie - otwarcie [wartość]

Δ 2 Zmiana Δ 1/otwarcie [%]

Δ 3 Zmiana maksimum - minimum [wartość]

Δ 4 Zmiana Δ 3/minimum [%]

Źródło: investing.com, obliczenia własne.

2) Rynek funduszy inwestycyjnych

Aktywa zarządzane przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych – podobnie do dłużnych papierów komercyjnych – stanowią margines w globalnej sumie bilansowej Uczestników Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB i ograniczają się do jednostek uczestnictwa funduszy zarządzanych przez Generali Investment TFI SA, którym jest fundusz „SGB Dłużny Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty” (dalej „SGB Dłużny SFIO”), inwestujący w instrumenty dłużne emitowane przez Skarb Państwa oraz w obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa. Nabywane lokaty mogą być denominowane w walucie polskiej, jak i w walutach obcych. Fundusz może także inwestować w zagraniczne obligacje rządowe.

Jednostki uczestnictwa tego funduszu znalazły się w aktywach 15 banków spółdzielczych, a ich wartość bilansowa wg stanu na koniec września br., w oparciu o sprawozdania obowiązkowe, przekazane przez banki, wynosiła 92,2 mln zł.

Tabela 17. Stopy zwrotu funduszu SGB Dłużny SFIO według stanu w dniu 30.09.2024 r.

Wyszczególnienie	1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Stopa zwrotu	0,84%	2,86%	3,39%	4,17%	7,01%	22,51%	0,84%
Średnia w grupie	1,16%	3,56%	3,88%	4,46%	8,61%	24,48%	1,16%
Pozycja w grupie	29/30	26/29	24/28	18/28	22/28	16/28	29/30

Zródło: Analizy.pl.

W okresie ostatnich miesięcy SGB Dłużny SFIO odnotował relatywnie słabe wyniki – co prawda krótko i średnioterminowe (do 36 miesięcy włącznie) stopy zwrotu były dodatnie, jednak na tle innych funduszy o porównywalnym profilu nie były to wyniki wyróżniające się in plus. We wszystkich horyzontach czasowych fundusz wykazywał stopy zwrotu niższe od przeciętnych, w najkrótszych zaś okresach były one wręcz jednymi z najsłabszych.

Opracowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zweryfikowali: Maciej Białkowski, Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zaakceptował: Michał Jurek