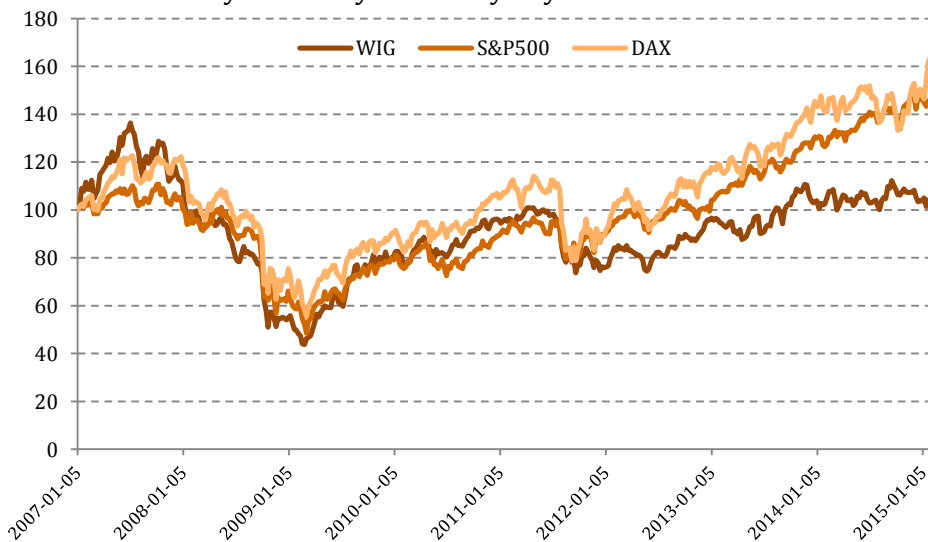


## 21 kwartałów Catalyst... Od ogółu do szczegółu

Wartość emisji notowanych na Catalyst na koniec stycznia 2015 roku wynosiła blisko 545 mld PLN. Od początku istnienia we wrześniu 2009 roku, pomimo niesprzyjającego otoczenia rynkowego, Catalyst systematycznie się rozwija, regularnie zwiększając wartość obligacji na nim notowanych, jak i liczbę ich emitentów (197 na koniec stycznia). Jego rozwojowi nie pomógł obserwowany wciąż marazm europejskich gospodarek, spowodowany kryzysem zadłużenia, a w ostatnich miesiącach także niestabilna sytuacja polityczna w regionie. Mimo silnego popytu wewnętrznego i dobrych danych fundamentalnych, odpływ kapitału z rynków finansowych zaserwowała także „reforma” systemu emerytalnego, co sprawiło, że Catalyst wciąż nie pokazał swojego całego potencjału. Niezmiennie jego największym problemem pozostaje płynność obrotu.

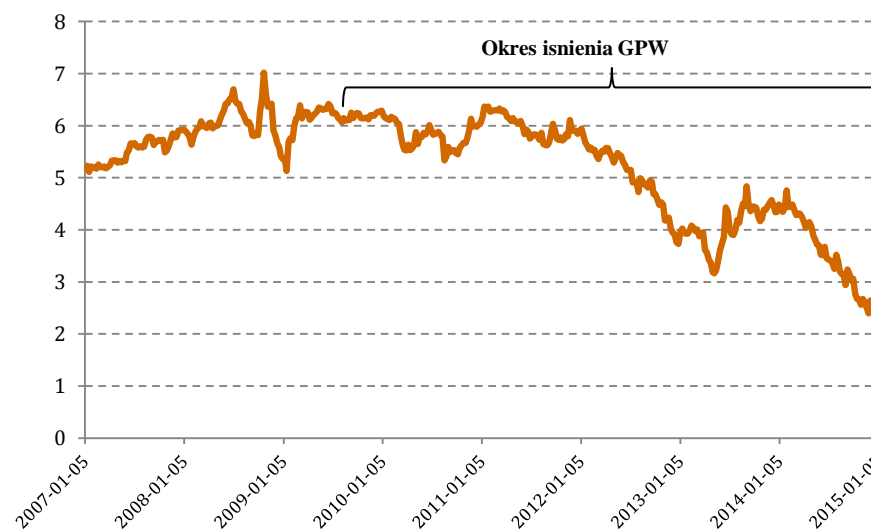
**Grzegorz Balcerski**  
MPW  
Analityk  
grzegorz.balcerski@nwai.pl  
tel.: 22 201 97 74

Wykres 1. Wykres relatywny: WIG vs S&P500 vs DAX.



Źródło: [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl)

Wykres 2. Rentowności polskich 10-latek.



Źródło: [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl)

## ***Szanse i zagrożenia dla rozwoju Catalyst***

### ***Szanse:***

- Rezerwy rozwoju, wynikające ze wczesnej fazy rozwoju rynków kapitałowych;
- Środowisko niskich stóp procentowych, wpływające na wysokość oprocentowania lokat, co skłania do szukania wyższych rentowności np. wśród obligacji korporacyjnych;
- Coraz wyższy poziom wyedukowania i zamożności społeczeństwa, które może szukać różnych narzędzi do pomnażania oszczędności – IKE, IKZE, TFI – portfele obligacji korporacyjnych (źródło popytu);
- Poszukiwania przez przedsiębiorstwa alternatywnych do kredytu źródeł finansowania w postaci emisji obligacji (źródło podaży);
- Chęć zdobycia przez potencjalnych emitentów wiarygodności i prestiżu; notowania na rynku publicznym to także rodzaj reklamy;
- Rozwój Catalyst w kierunku charakterystyk wykształconych rynków zachodnich, co powinno zwiększyć obroty generowane przez aktywnych inwestorów instytucjonalnych, nakierowanych na różne segmenty ryzyka kredytowego emitentów i reagujących na zmieniające się oceny kredytowe;
- Nowa ustawa o obligacjach z dnia 15.01.2015r., która wejdzie w życie 01.07.2015r.: zakłada ona wsparcie rozwoju rynku nieskarbowych

papierów dłużnych, zwiększenie pewności i bezpieczeństwa obrotu oraz poprawienie przejrzystości regulacji.

### ***Zagrożenia:***

- Niska płynność obrotu:
  - (i) podobna charakterystyka inwestorów instytucjonalnych wśród funduszy (brak segmentacji ze względu na różną jakość kredytową emitenta)
  - (ii) mała ilość aktywnych inwestorów indywidualnych:
    - oferty prywatne (stosunkowo tańsze dla emitenta) dominują nad ofertami publicznymi (droższe i bardziej skomplikowane);
    - dominacja obligacji zmiennokuponowych, promujących inwestycje długoterminowe, co ogranicza płynność – stanowią ok. 80% ogółu obligacji na Catalyst, na rynkach rozwiniętych udział ten jest niższy;
- środowisko niskich stóp procentowych przekłada się na spadek rentowności obligacji zmniejszając ich atrakcyjność inwestycyjną

## Catalyst na tle rynków obligacji w Europie

Pomimo, że Catalyst wciąż prezentuje się miernie na tle rozwiniętych rynków europejskich (udział w wartości obrotów sesyjnych w roku 2014 wyniósł 0,2% w skali całej Europy), to wyrasta on na zdecydowanego lidera regionu Europy Środkowo-Wschodniej z 43,3-procentowym udziałem w obrotach tej grupy państw.

Tabela 1. Wartość obrotów i liczba transakcji na europejskich rynkach obligacji na koniec 2014.

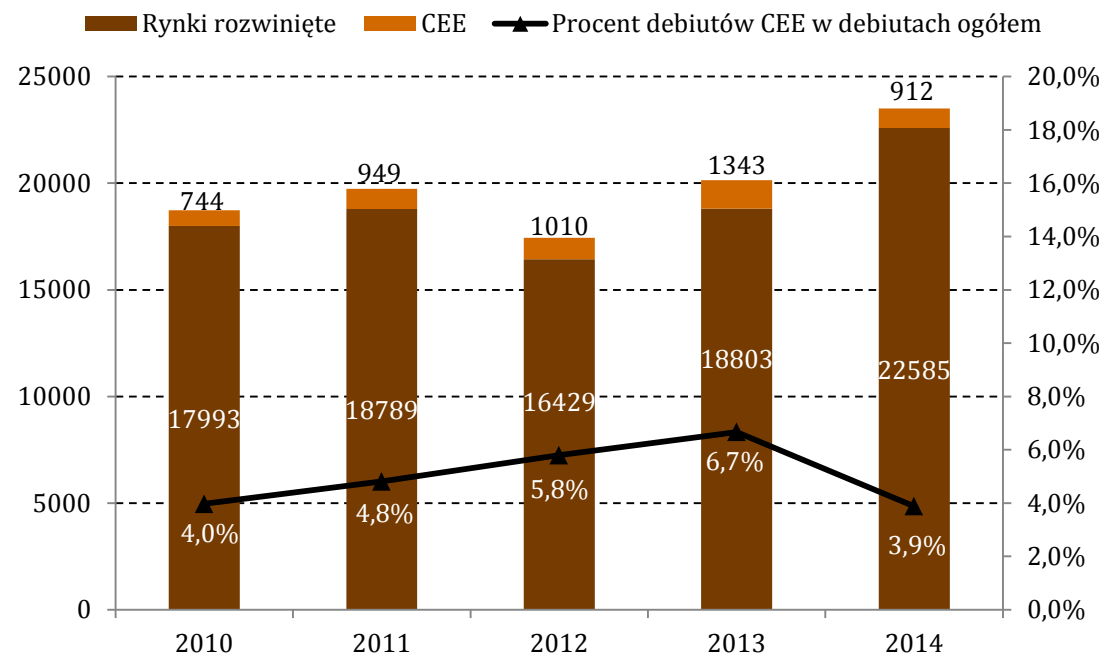
Giełda	Wartość obrotów sesyjnych (mln EUR)		Liczba transakcji sesyjnych		Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln EUR)		Liczba transakcji pakietowych	
Borsa Istanbul	110 442	34,7%	243 658	9,5%	121 074	1,2%	0	0,0%
BME (Spanish Exchanges)	105 936	33,3%	111 534	4,3%	7 278 198	73,9%	727 778	73,9%
SIX Swiss Exchange	26 495	8,3%	435 264	16,9%	120 823	1,2%	91 064	9,2%
Boerse Stuttgart	23 039	7,2%	408 341	15,9%	0	0,0%	0	0,0%
Oslo Børs	21 111	6,6%	1 370	0,1%	458 372	4,7%	45 497	4,6%
Deutsche Börse	11 082	3,5%	549 174	21,4%	8 263	0,1%	58 431	5,9%
Euronext	10 587	3,3%	579 369	22,5%	46	0,0%	72	0,0%
NASDAQ Nordics & Baltics	7 128	2,2%	135 875	5,3%	1 728 138	17,5%	0	0,0%
Malta Stock Exchange	890	0,3%	17 517	0,7%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Warsaw Stock Exchange</b>	<b>563</b>	<b>0,2%</b>	<b>64 411</b>	<b>2,5%</b>	<b>188</b>	<b>0,0%</b>	<b>269</b>	<b>0,0%</b>
CEESEG - Prague	296	0,1%	1 857	0,1%	0	0,0%	0	0,0%
Luxembourg Stock Exchange	172	0,1%	9 293	0,4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bratislava Stock Exchange	162	0,1%	3 400	0,1%	8 125	0,1%	2 115	0,2%
CEESEG - Vienna	116	0,0%	7 216	0,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bulgarian Stock Exchange	75	0,0%	411	0,0%	18	0,0%	22	0,0%
CEESEG - Ljubljana	69	0,0%	1 099	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Cyprus Stock Exchange	16	0,0%	1 830	0,1%	9	0,0%	10	0,0%
Bucharest Stock Exchange	14	0,0%	305	0,0%	21	0,0%	20	0,0%
CEESEG - Budapest	6	0,0%	180	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Athens Exchange	0	0,0%	52	0,0%	0	0,0%	2	0,0%
Irish Stock Exchange	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	128 503	1,3%	59 983	6,1%
<b>SUMA</b>	<b>318 198</b>	<b>100%</b>	<b>2 572 156</b>	<b>100%</b>	<b>9 851 775</b>	<b>100%</b>	<b>985 263</b>	<b>100%</b>

Źródło: [www.fese.eu](http://www.fese.eu)

Dane zaprezentowano w podziale na wartości obrotów (w mln EUR) oraz liczbą transakcji w czasie sesji i handlu pozagiełdowym. Na szarym tle oznaczone są rynki zaliczane do rynków Europy Środkowo-Wschodniej, które – jak z resztą doskonale widać – nie odgrywają dużej roli w handlu instrumentami dłużnymi na parkietach Europy. Przykładowo udział giełd z regionu CEE w całkowitych obrotach na Starym Kontynencie stanowi zaledwie 0,4% całego handlu sesyjnego. Jest to bardzo mały kawałek tortu wskazujący, że znaczenie rynków naszego regionu jest wciąż małe. Jednocześnie taki a nie inny udział stanowi dużą szansę na rozwój w przyszłości wynikający z potencjału rynków Europy Środkowo-Wschodniej.

Na podobne wnioski natrafić można analizując liczbę debiutów na rynkach. Liczba nowo notowanych obligacji na parkietach CEE stanowi niewielki odsetek debiutów ogółem. W okresie lat 2010-2014 liczba debiutów obligacji w krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej stanowiła średnio 5% debiutów ogółem na europejskich parkietach, przy czym do 2013 roku procent ten się zwiększał, by w 2014 roku spaść o niemal 3 p.p..

Wykres 3. Liczba nowych emisji na europejskich rynkach instrumentów dłużnych.



Źródło: [www.fese.eu](http://www.fese.eu)

***„(...)znaczenie rynków naszego regionu jest wciąż małe. Jednocześnie taki a nie inny udział stanowi dużą szansę na rozwój w przyszłości wynikający z potencjału rynków Europy Środkowo-Wschodniej”***

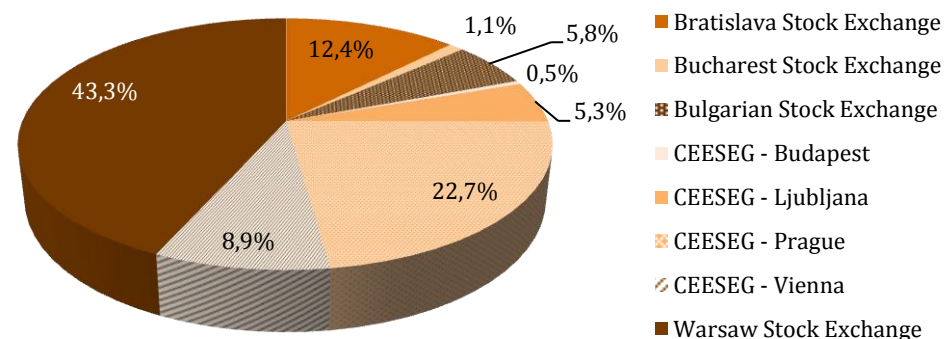
## Lider rynków obligacyjnych Europy Środkowo-Wschodniej

### Wartość obrotów

Nasz rodzimy Catalyst w ostatnich latach wyrósł na zdecydowanego lidera wśród krajów zaliczanych do regionu CEE. Jego udział w roku 2014 w wartości obrotów sesyjnych wyniósł 43,3%. Biorąc pod uwagę liczbę transakcji podczas sesji polski Catalyst skoncentrował prawie 82% ogółu transakcji. Transakcje pakietowe w regionie zdominowała giełda bratysławska, gdzie obroty w ciągu roku 2014 osiągnęły poziom 8,13 mld EUR, co stanowiło 97,3% wszystkich transakcji hurtowych w Europie Środkowo-Wschodniej.

W ostatnich latach najwyższą pozycję wśród rynków CEE, biorąc pod uwagę płynność obrotu, wywalczył sobie warszawski Catalyst, który na przestrzeni ostatnich 3 lat okazywał się zdecydowanym liderem. Skorzystał on na spadku znaczenia giełd z Węgier i Austrii, na których od 2012 roku włącznie zaobserwować można skokowe obniżenie się wartości obrotów, związanych m.in. obniżką aktywności krajowego sektora publicznego. Wartość obrotów sesyjnych na Catalyscie w 2014 roku osiągnął poziom 563,3 mln EUR, na drugiej w kolejności giełdzie w Pradze odnotowano 296 mln EUR obrotów.

Wykres 4. Wartość obrotów sesyjnych w CEE w roku 2014.



Źródło: [www.fese.eu](http://www.fese.eu)

Tabela 2. Wartość obrotów i liczba transakcji na rynkach obligacji regionu CEE na koniec 2014.

Giełda	Wartość obrotów sesyjnych (mln EUR)	Liczba transakcji sesyjnych	Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln EUR)	Liczba transakcji pakietowych
Warsaw Stock Exchange	563,3	64411	188	269
CEESEG - Prague	296	1857	0	0
Bratislava Stock Exchange	161,8	3400	8124,5	2115
CEESEG - Vienna	115,7	7216	n.a.	n.a.
Bulgarian Stock Exchange	75,1	411	18,2	22
CEESEG - Ljubljana	69	1099	0	0
Bucharest Stock Exchange	14,3	305	20,6	20
CEESEG - Budapest	6	180	0	0
<b>SUMA</b>	<b>1301,2</b>	<b>78879</b>	<b>8351,3</b>	<b>2426</b>

Źródło: [www.fese.eu](http://www.fese.eu)

Rosnące obroty sesyjne na polskim rynku obligacji są dobrym prognostykiem dla jego dalszego rozwoju – średniorocznie obroty sesyjne na Catalyst wzrastały o ponad 15% na przestrzeni ostatnich 5 lat.

### Nowe emisje

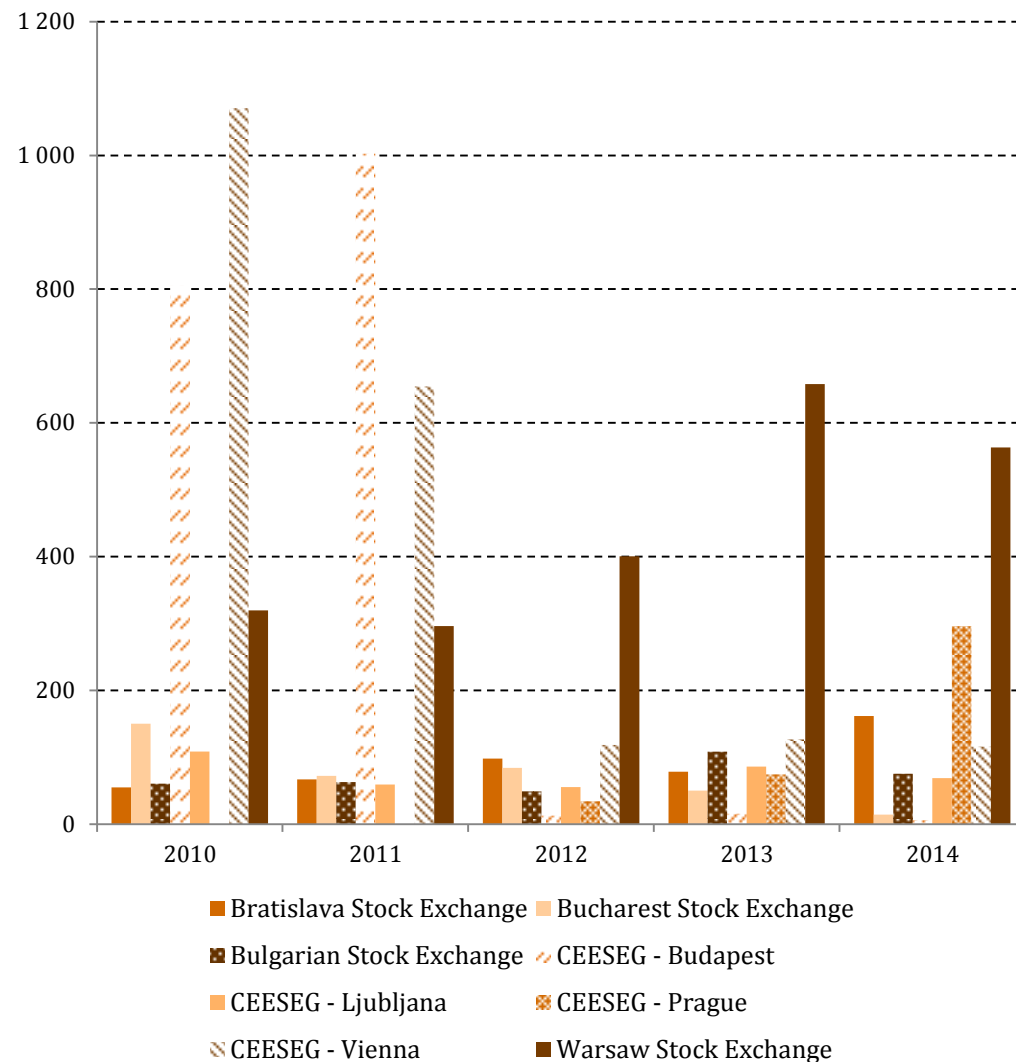
W latach 2010-2014 najwięcej nowych emisji obligacji odnotowano w roku 2013. W regionie CEE odbyło się ich dokładnie 1343, z czego ponad połowę (51%) stanowiły instrumenty wprowadzone na rynki Catalyst. W ostatnim roku liczba instrumentów dopuszczonych do obrotów ogółem spadła o 431, głównie za sprawą osłabienia rynku pierwotnego w Polsce, który swoje poprzednie pierwsze miejsce oddał austriackiej giełdzie.

Tabela 3. Liczba nowych emisji na rynkach instrumentów dłużnych regionu CEE.

Giełda CEE	2010	2011	2012	2013	2014
CEESEG - Vienna	547	588	596	470	503
<b>Warsaw Stock Exchange</b>	<b>88</b>	<b>198</b>	<b>226</b>	<b>684</b>	<b>240</b>
CEESEG - Budapest	33	87	100	93	76
Bratislava Stock Exchange	39	44	42	51	50
CEESEG - Prague	15	9	23	20	21
Bulgarian Stock Exchange	8	9	13	12	9
CEESEG - Ljubljana	7	8	2	6	8
Bucharest Stock Exchange	7	6	8	7	5
<b>SUMA</b>	<b>744</b>	<b>949</b>	<b>1010</b>	<b>1343</b>	<b>912</b>

Źródło: [www.fese.eu](http://www.fese.eu)

Wykres 5. Wartość obrotów sesyjnych na rynkach obligacji regionu CEE w latach 2010-2014 (mln EUR).



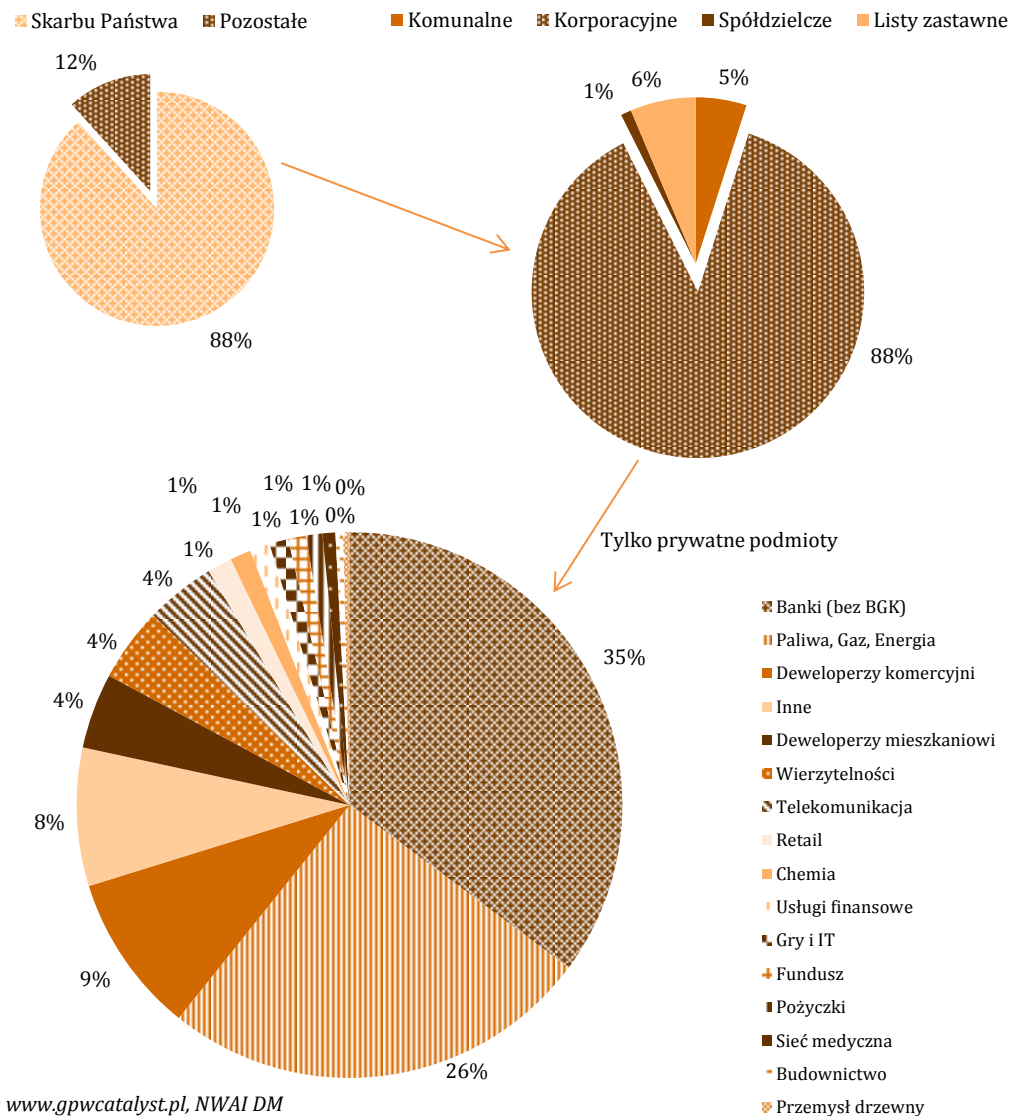
Źródło: [www.fese.eu](http://www.fese.eu)

## Catalyst z kwartału na kwartał w liczbach

### Catalyst w podziale na segmenty

Na koniec stycznia tego roku na Catalyst notowanych lub autoryzowanych było 530 serii obligacji, wyemitowanych przez 197 podmiotów, o łącznej wartości emisji ponad 551 miliardów złotych. 88 % z nich stanowiły obligacje Skarbu Państwa, pozostałe 12% podzieliły się między obligacje komunalne, spółdzielcze, listy zastawne oraz obligacje korporacyjne. W tej grupie największa część - 88% - przypadła instrumentom dłużnym emitowanym przez przedsiębiorstwa, których wartość znajdujących się w obrocie emisji na koniec stycznia 2015 roku osiągnęła poziom ok. 56,5 miliarda złotych. Niemal połowę tej kwoty stanowią obligacje BGK i innych nieprywatnych podmiotów. Po ich wyeliminowaniu z analizy 35% pozostałej sumy stanowią obligacje emitowane przez banki prywatne. Drugą w kolejności branżą, do której należy 26% udziału w wartości emisji obligacji korporacyjnych jest segment Paliw, Gazu i Energii. Na podium stanęli także deweloperzy, z łącznym udziałem 13% (9% - deweloperzy komercyjni, 4% - deweloperzy mieszkaniowi). Zauważyć można, że udział obligacji przedsiębiorstw w wartości instrumentów notowanych na Catalyst ogółem od 4 lat systematycznie wzrasta (Wykres 9.). Na tym właśnie segmencie skupiona będzie uwaga w dalszych analizach.

Wykres 6. Segmentacja Catalyst – styczeń 2014.

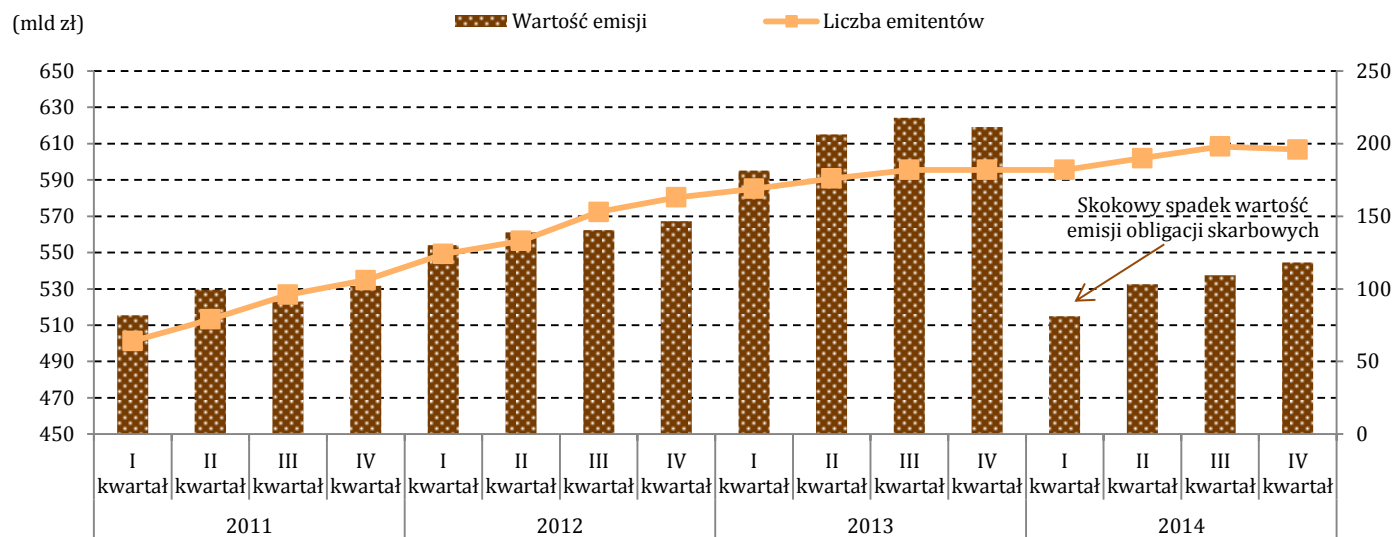


## Wartość emisji

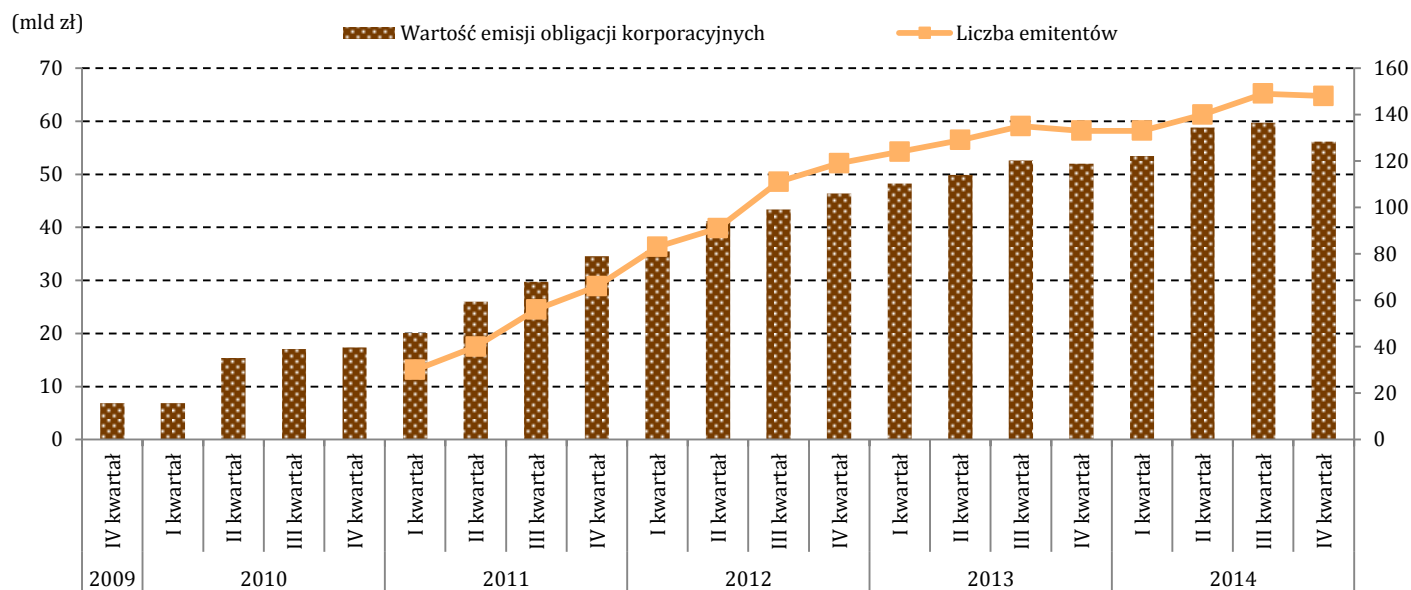
Od 2011 roku na Catalyst notowane są obligacje Skarbu Państwa, co skokowo zwiększyło wartość notowanych na Catalyst emisji (z tego powodu Wykres 7. Pokazuje dane od I kwartału 2011 roku). Do końca roku 2013 wartość emisji notowanych na tym rynku systematycznie wzrastała (najwyższa wartość w III kw. 2013 624 mld zł). W I kwartale 2014 roku uległa ona widocznemu osłabieniu, jednakże powróciła do wzrostowego trendu z poprzednich okresów, któremu towarzyszył wzrost liczby emitentów.

Na przestrzeni ostatnich 5 lat bardzo wysoką dynamiką przyrostu wartości emitowanych obligacji, w porównaniu do całego Catalyst, charakteryzowały się obligacje korporacyjne. W ciągu czterech lat (począwszy od 2011 roku) wartość ta zwiększyła się o 224%, podczas gdy cały Catalyst „urósł” w tym czasie tylko o ok. 6%. Można więc stwierdzić, że rozwój polskiego rynku obligacji w dużej mierze napędza segment obligacji korporacyjnych.

Wykres 7. Wartość emisji i liczba emitentów - Catalyst.



Wykres 8. Wartość emisji i liczba emitentów – obligacje korporacyjne.

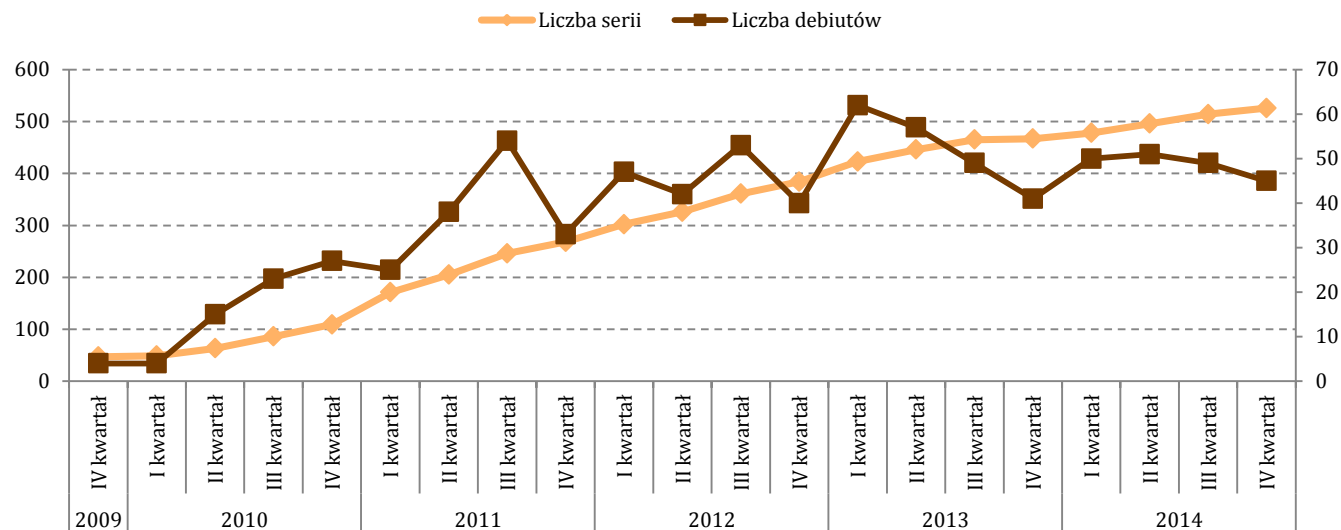




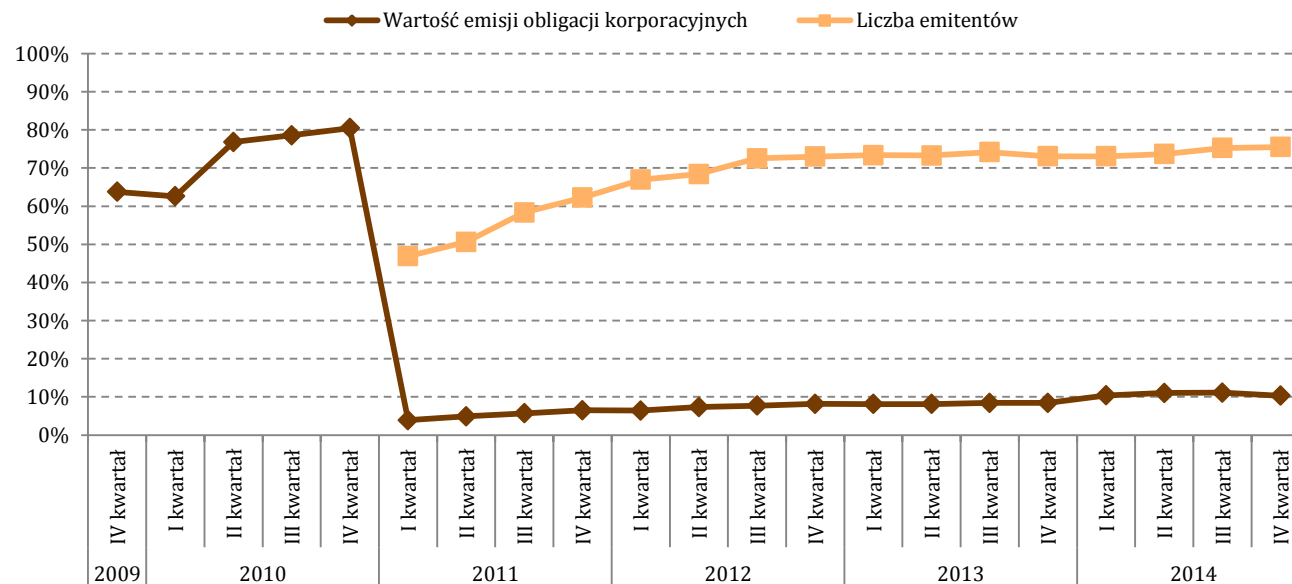
Wyraźnie widać jak w ostatnich latach systematycznie zwiększał się udział korporatów w ogólnej wartości emisji jak i liczbie emitentów. Na koniec IV kwartału liczba podmiotów emitujących obligacje korporacyjne stanowiła 75,5% wszystkich emitentów (w I kw. 2011 było to tylko 46,9%). Przełożyło się to na 10,3% udział w wartości emisji, co w porównaniu do 3,9% w I kw. 2011 oznacza dynamiczny przyrost.

Warto także zwrócić uwagę na wzrostowy, choć z okresowymi zakłóceniami, trend liczby debiutów. Przekłada się on na stale rosnącą ilość notowanych na Catalyst serii obligacji. W 2014 roku zadebiutowało 195 serii obligacji, podczas gdy rok wcześniej było ich 209. Wskazuje to na nieznaczne osłabienie rynku pierwotnego na Catalyst w 2014 roku.

Wykres 9. Liczba debiutów i notowanych serii.



Wykres 10. Obligacje korporacyjne jako % całego Catalyst - wartość emisji i liczba emitentów.

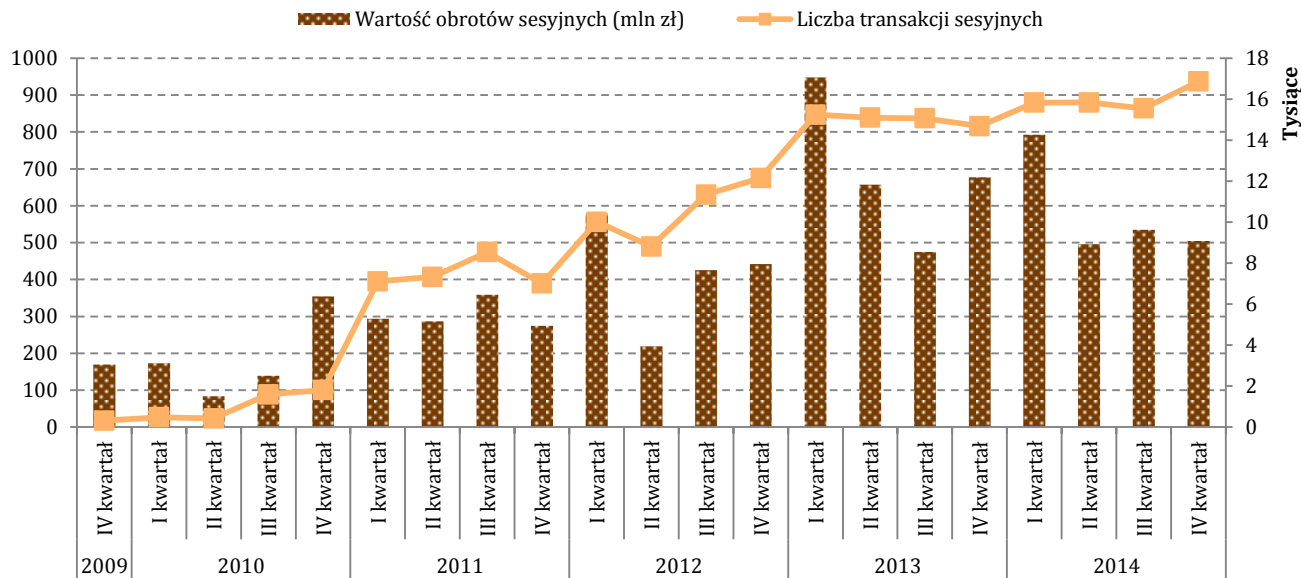


### Płynność obrotów sesyjnych

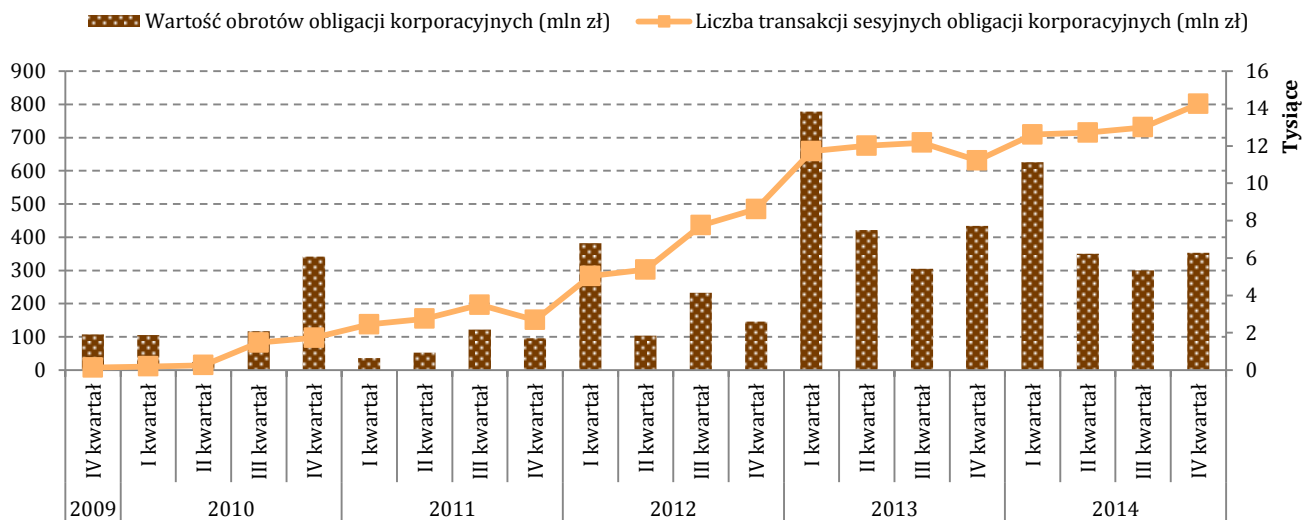
Jednym z mankamentów Catalyst, po części wynikającym z jeszcze krótkiego okresu jego „życia”, jest jego niska płynność. Innymi, nie wspierającymi go charakterystykami, są wciąż niewielka świadomość inwestorów (zwłaszcza detalicznych) związana z inwestowaniem w obligacje oraz promująca długoterminowe strategię inwestycyjne przewaga instrumentów zmiennokuponowych w ogóle oferowanych papierów dłużnych. Systematyczny wzrost liczby zawieranych transakcji nie pociągnął za sobą jednoznacznie rosnących obrotów, które w roku 2014 widocznie zmalały do ok. 2,33 mld zł z 2,76 mld zł w roku go poprzedzającym. Za jednego z winowajców uważać można obniżkę poziomu stóp procentowych, która „zmniejszyła” rentowności obligacji a tym samym ich atrakcyjność inwestycyjną.

Podobnie jak cały Catalyst zareagował segment obligacji korporacyjnych, w obrębie którego w kwartałach I-IV 2014 roku przeprowadzono ponad 52,5 tysiąca transakcji na łączną sumę 1,63 mld zł (-0,25 mld zł r/r).

Wykres 11. Wartość obrotów sesyjnych i liczba transakcji giełdowych – Catalyst.



Wykres 12. Wartość obrotów sesyjnych i liczba transakcji giełdowych - obligacje korporacyjne.

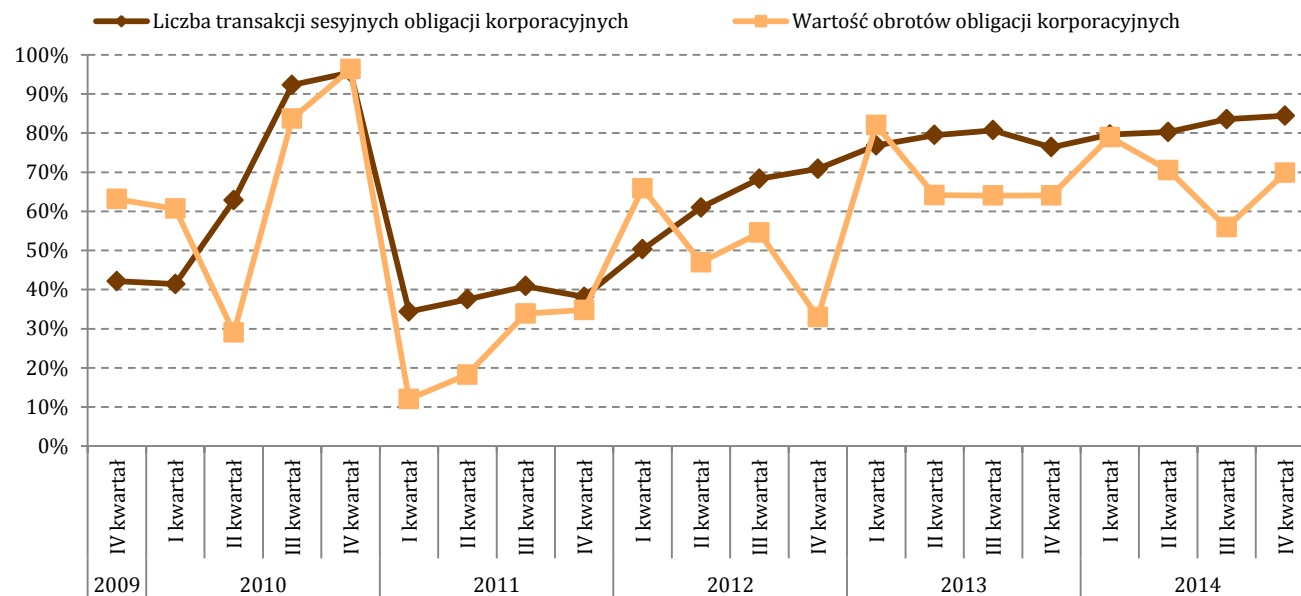


W przeciągu ostatnich czterech lat (przed rokiem 2011 na Catalyst nie notowano „skarbowek”) obserwować można było wzrost znaczenia obrotu obligacjami korporacyjnymi w handlu ogółem. Na koniec I kwartału 2011 roku handel obligacjami ogółem (wartość obrotów) w 12% należał do korporatów. W tamtym momencie 34,4% wszystkich transakcji dotyczyło właśnie tej grupy. Od tego czasu, w poszukiwaniu wyższych rentowności, inwestorzy ewidentnie przerwali się na dług przedsiębiorstw, gdyż na koniec 2014 roku obligacje korporacyjne koncentrowały odpowiednio 69,8% wartości obrotów Catalyst’u i 84,5% liczby transakcji zawartych na tym rynku.

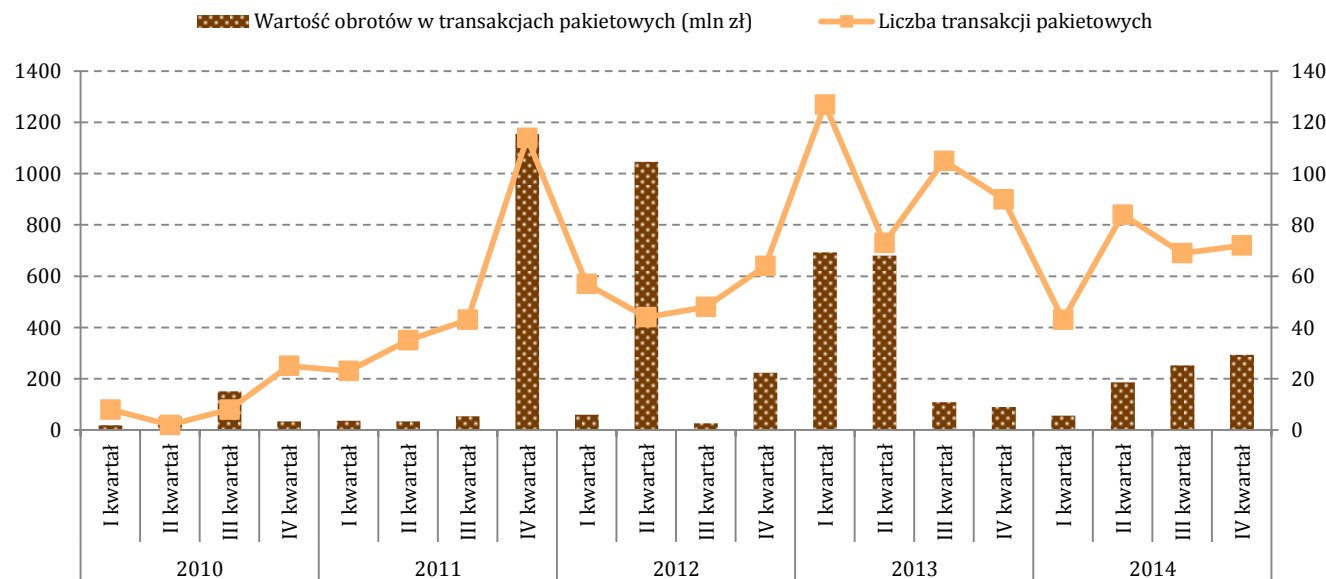
### Płynność handlu poza sesyjnego

Obserwując wykresy przedstawiające wartości obrotów w transakcjach pakietowych i ich liczbę ciężko jest doszukać się jakichkolwiek trendów. Wzmożony handel pozasesyjny obecny był od IV kw. 2011 roku do II kw. 2013 roku. W całym 2014 roku właściciele w 268 transakcjach

Wykres 13. Obligacje korporacyjne jako % całego Catalyst – wartość obrotów i liczba transakcji.



Wykres 14. Wartość obrotów w transakcjach pakietowych i ich liczba - Catalyst.

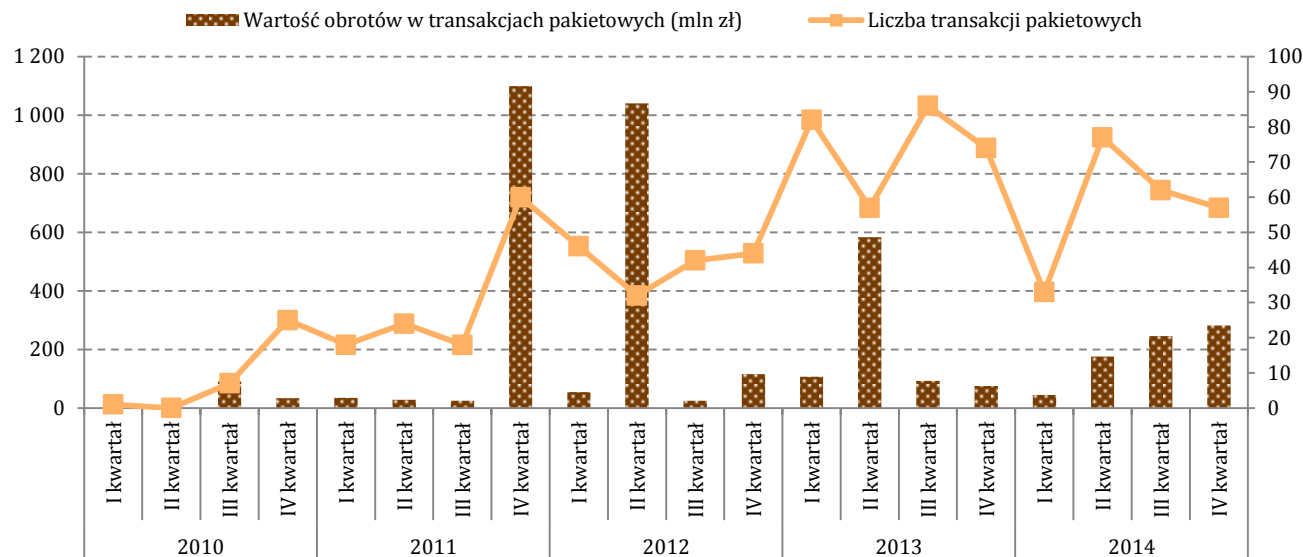


Źródło: [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl)

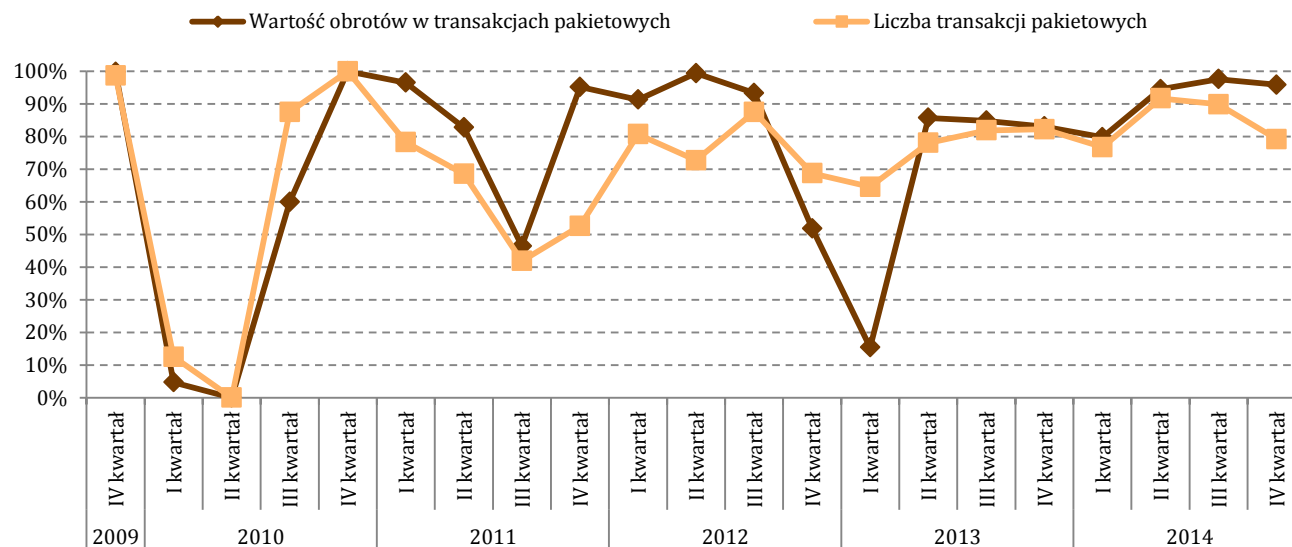
pozasesyjnych zmieniły obligacje o wartości ok. 790 mln zł.

Uwagę zwrócić należy, że na przestrzeni ostatnich 4 lat (z wyjątkiem I kw. 2013r.) zdecydowana większość transakcji pakietowych zawierana była na instrumentach dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa. Tyczy się to zarówno wartości obrotów jak i ich ilości. Przykładowo w IV kw. 2014 roku aż 95,9% wartości obrotów w transakcjach pakietowych dotyczyła obligacji korporacyjnych, co przełożyło się na 79,2% ogólnej liczby zawieranych transakcji tego typu.

Wykres 15. Wartość obrotów w transakcjach pakietowych i ich liczba – obligacje korporacyjne.



Wykres 16. Obligacje korporacyjne jako % całego Catalyst – wartość obrotów i liczba transakcji pakietowych.



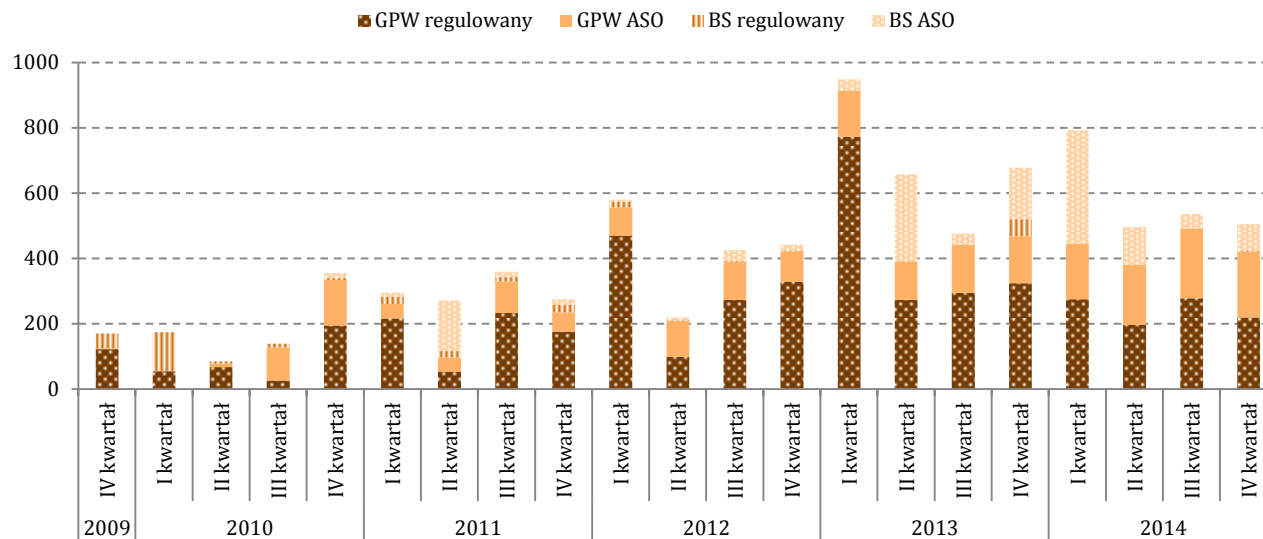
**„Jednym z mankamentów Catalyst, po części wynikającym z jeszcze krótkiego okresu jego >>życia<<, jest jego niska płynność.”**

## Rynki obrotu Catalyst

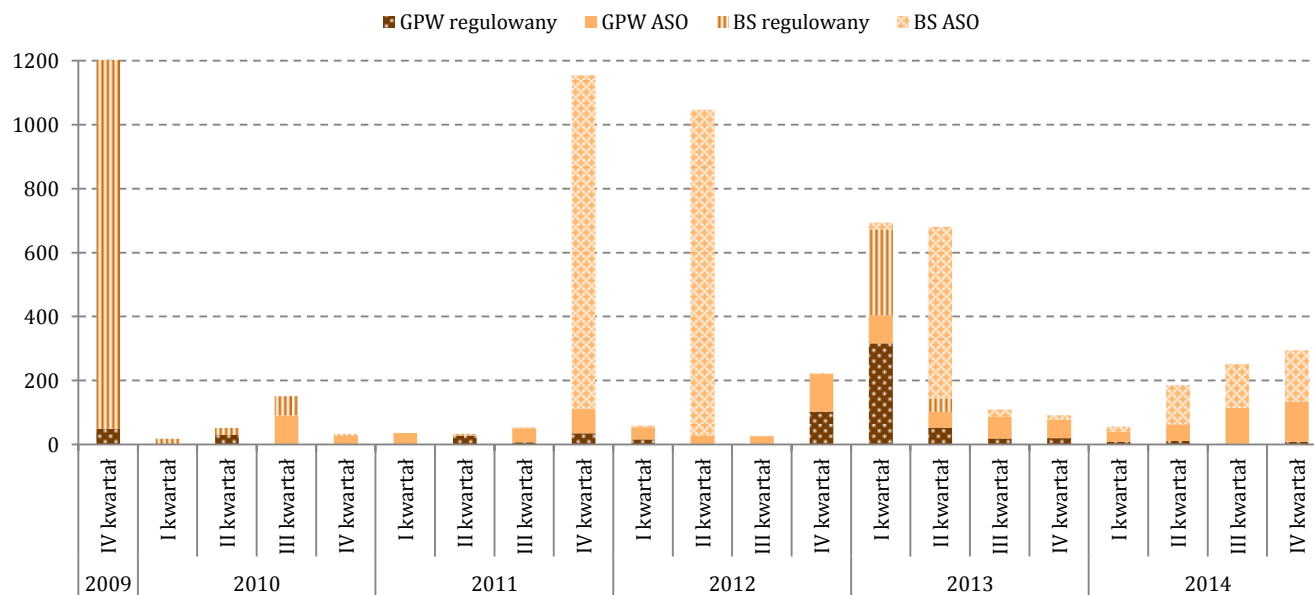
Transakcje na Catalyst realizowane są na czterech jego rynkach. Handel detaliczny (co najmniej w teorii) realizowany jest (głównie) na rynkach regulowanym i ASO w ramach GPW. W ostatnim roku analizowanego okresu na te rynki przypadało 74,5% handlu obligacjami ogółem (1,73 mld zł z 2,33 mld zł ogółem). Większa jego część dotyczyła transakcji zrealizowanych na regulowanym parkiecie GPW. Rynek ten stanowił i nadal stanowi najbardziej płynną platformę obrotu sesyjnego Catalyst.

W transakcjach pakietowych liderem w ostatnich kwartałach okazał się Alternatywny System Obrotu organizowany przez BondSpot. Przypadło mu w udziale 55,4% obrotu pozagiełdowego ogółem w roku 2014, co przekłada się na wartość 436,5 mln zł. Drugim z kolei najaktywniejszym rynkiem w tym segmencie był ASO organizowany przez GPW, gdzie właściciele w handlu hurtowym w 2014 roku zmieniły obligacje o wartości 320,7 mln zł. W tym czasie nie odnotowano takich transakcji na regulowanym rynku BS.

Wykres 17. Obroty sesyjne w podziale na rynek obrotu (mln PLN).



Wykres 18. Obroty w transakcjach pakietowych w podziale na rynek obrotu (mln PLN).

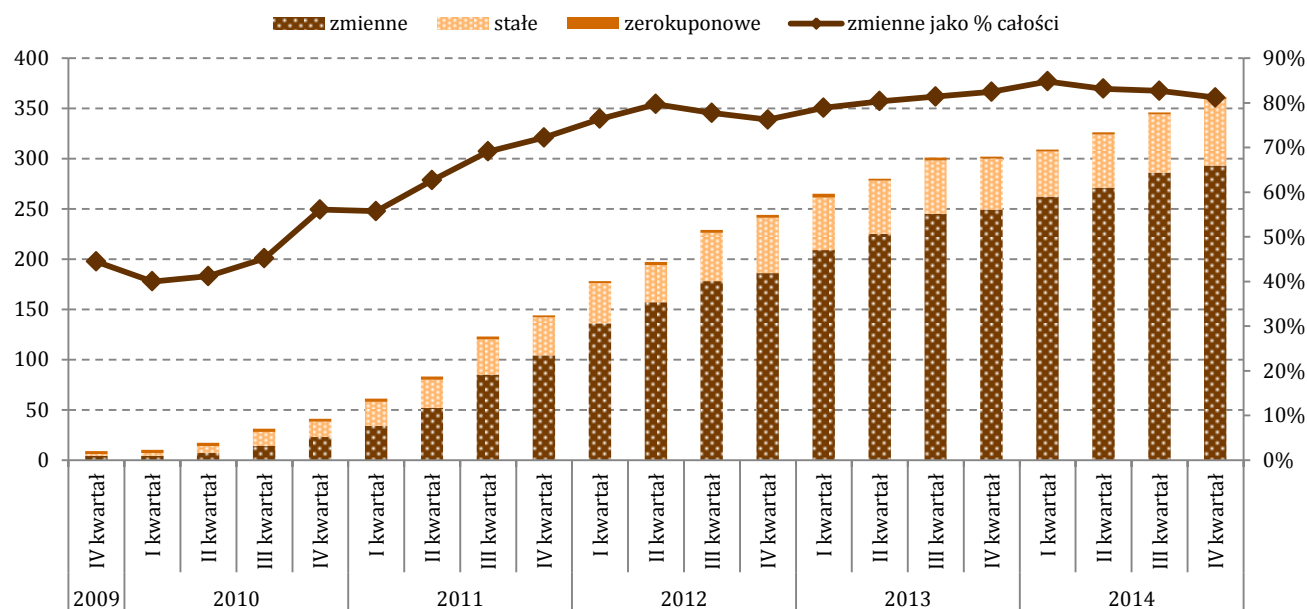


## Oprocentowanie obligacji korporacyjnych z kwartału na kwartał

### Rodzaj oprocentowania

Na przestrzeni kwartałów zmieniał się udział obligacji o poszczególnych rodzajach oprocentowania w ogóle emitowanych przez przedsiębiorstwa instrumentach. Zauważyć można bardzo wysoki udział emisji o zmiennych kuponach, który systematycznie zwiększał się do roku 2012, by od pierwszych kwartałów 2013 roku ustabilizować się na poziomie ponad 80%. Taki rozkład rodzaju oprocentowania wśród korporatów na Catalyst nie jest dobrą wiadomością dla płynności tego rynku. Wysoki, ponad 80-procentowy udział instrumentów zmiennokuponowych niewątpliwie promuje długoterminowe strategie inwestycyjne, których charakter ogranicza wartości obrotów na rynkach obligacyjnych. Inwestycja w takie instrumenty zapewnia inwestorom zabezpieczenie przed zmieniającymi się poziomami stóp procentowych. Sytuacja taka ogranicza aktywność inwestorów aktywnych generujących obroty rynkowe, chcących zarobić na takich fluktuacjach. Stosunkowo niski udział obligacji o wysokich duration zapewne nie jest czynnikiem zwiększającym aktywność takich podmiotów.

Wykres 19. Obligacje korporacyjne – rodzaj oprocentowania.



Źródło: [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl)

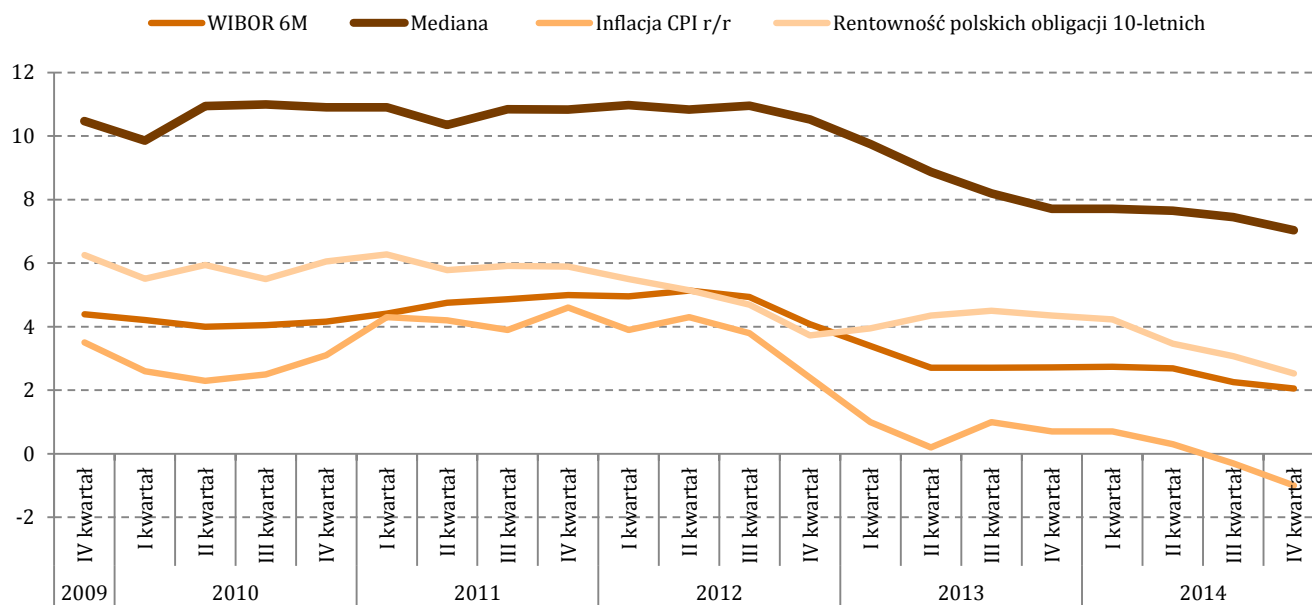
**„(...) 80-procentowy udział instrumentów zmiennokuponowych niewątpliwie promuje długoterminowe strategie inwestycyjne, których charakter ogranicza wartości obrotów na rynkach obligacyjnych. Inwestycja w takie instrumenty zapewnia inwestorom zabezpieczenie przed zmieniającymi się poziomami stóp procentowych.”**

## Oprocentowanie obligacji korporacyjnych

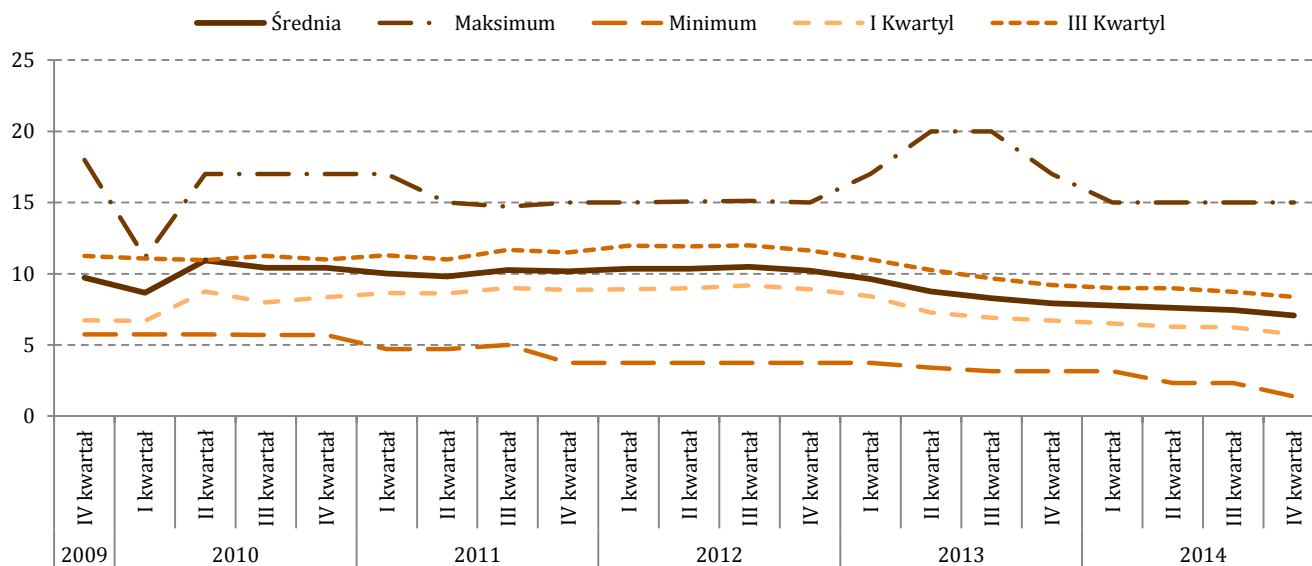
W związku z faktem, że zdecydowana większość kuponów wypłacanych przez emitentów obligacji korporacyjnych ma charakter zmienny, poziom mediany ich oprocentowania jest wysoce skorelowany z poziomami stóp procentowych. Zależność tę łatwo można dostrzec na Wykresie 20., porównującym poziom mediany oprocentowania ogółu emisji korporatów z 6-miesięcznym WIBOR'em, Inflacją CPI i rentownością polskich obligacji 10-letnich. Jak łatwo można zauważyć, mediana ta systematycznie obniżała się w parze ze spadkami w/w wskaźników.

W krok za medianą poszły również inne statystyczne miary poziomów oprocentowania obligacji przedsiębiorstw takie jak średnia, I i III kwartyli oraz minimum. Coraz niższe poziomy stóp procentowych, obniżające oprocentowania obligacji, to pokłosie coraz wyższego oceniania bezpieczeństwa inwestycyjnego naszego kraju. Wpływa ona też pośrednio na stosunek

Wykres 20. Porównanie mediany oprocentowania.



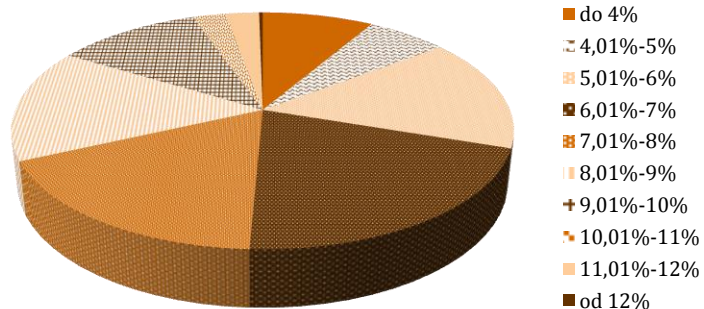
Wykres 21. Rozkład wysokości oprocentowania w kolejnych kwartałach.



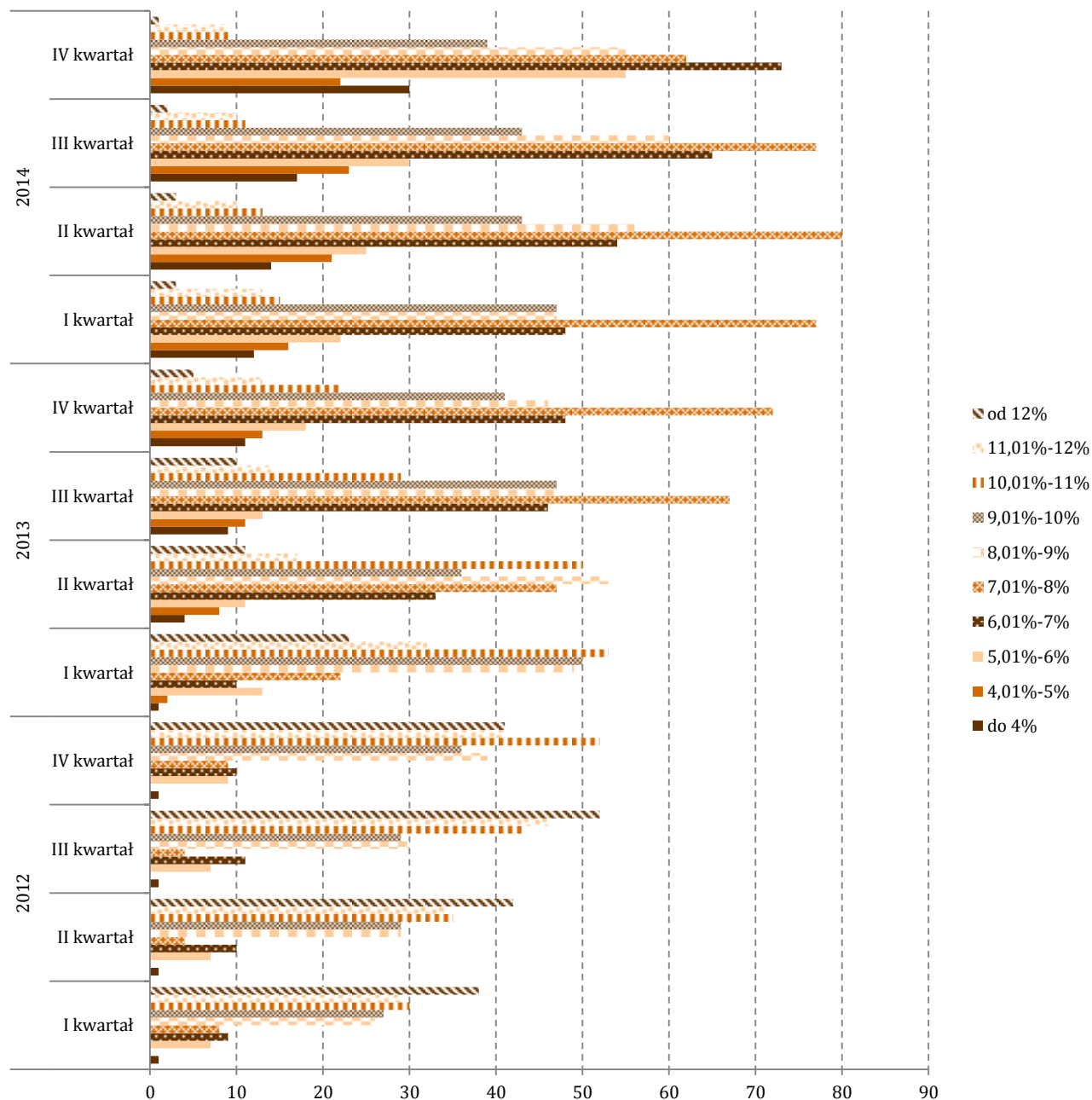
Źródło: www.gpwcatalyst.pl

inwestorów do inwestowania w bardziej ryzykowne aktywa notowane na polskich rynkach, aniżeli instrumenty gwarantowane przez Skarb Państwa. Na Wykresie 22. doskonale widać jak z kwartału na kwartał przesuwał się „środek ciężkości oprocentowania” w stronę coraz niższych przedziałów. Jeszcze w I kwartale 2012 roku najliczniejszą grupę obligacji korporacyjnych stanowiły te o oprocentowaniu powyżej 12%. W ostatnim kwartale 2014 roku grupa ta tworzyła już najmniejszą część z notowanych instrumentów. Jej miejsce zastąpiły obligacje o oprocentowaniu mieszczącym się w granicach od 6,01% do 7%, natomiast notowana była tylko jedna obligacja o oprocentowaniu wyższym niż 12%. Systematycznie zwiększają się ilości korporatów zapewniających oprocentowania niższe niż 4%. Na koniec IV kwartału ubiegłego roku było 30 takich serii.

Wykres 23. Przedziały oprocentowania – IV kw.'14.



Wykres 22. Przedziały oprocentowania w kolejnych kwartałach (od roku 2012).





### **Klauzule**

Niniejszy raport został sporządzony przez NWAI Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celu informacyjnym i nie jest próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych, a zaprezentowane w nim opinie i oceny są niezależne. Rozpowszechnianie lub powielanie w całości lub w części bez pisemnej zgody NWAI Dom Maklerski jest zabronione (również poza granicami kraju siedziby NWAI Dom Maklerski, a w szczególności na terenie Australii, Kanady, Japonii i USA). Podmiotem sprawującym nadzór nad NWAI Dom Maklerski w ramach prowadzonej działalności jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Analitycy wymienieni na stronie tytułowej są osobami, które przygotowały i sporządziły niniejszy raport. Data wskazana w prawym górnym rogu pierwszej strony niniejszej publikacji jest datą sporządzenia oraz datą pierwszego udostępnienia.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności, w oparciu o fakty i informacje uznane za wiarygodne (w szczególności dane pochodzące ze strony <https://gpwcatalyst.pl/>), jednak NWAI Dom Maklerski nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania rekomendacji były wszelkie informacje na temat spółek oraz ich obligacji, jakie były publicznie dostępne do dnia jej sporządzenia.

NWAI Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej analizie. Odbiorca niniejszego dokumentu powinien przeprowadzić własną analizę informacji zawartej lub przytoczonej w niniejszym dokumencie, jak również ocenę merytoryczną oraz ocenę ryzyk związanych w inwestowaniem w instrumenty finansowe, których niniejszy dokument może nawiązywać.