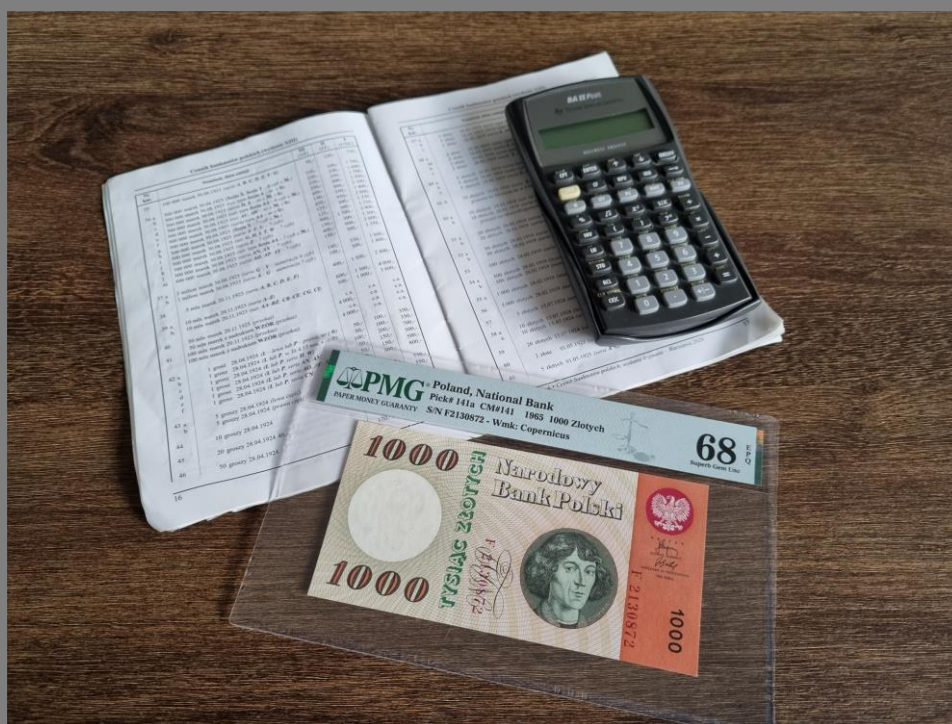


# INDEKS RYNKU POLSKICH BANKNOTÓW KOLEKCJONERSKICH

2018-2024 1H



## INDEKS RYNKU POLSKICH BANKNOTÓW KOLEKCYJONERSKICH

2018 – 2024 1H

## SPIS TREŚCI

Wprowadzenie	str. 1	Stopy zwrotu z indeksu	str. 8
Podział rynku na segmenty cenowe	str. 2	Podstawowe wnioski z obserwacji zmian cen	str. 10
Struktura indeksu	str. 3	Prowizje	str. 13
<b>Indeks rynku polskich banknotów kolekcjonerskich</b>	<b>str. 5</b>	Przyjęte założenia	str. 14
<i>wartości indeksu w segmentach rynku</i>	str. 5	Metodologia pomiaru	str. 15
<i>wartość przeciętnego składnika portfela indeksu</i>	str. 6	Informacje o dokumencie	str. 17

**Wprowadzenie**

Kolekcjonerstwo banknotów związanych z Polską ma długą historię, sięgającą upadku Insurekcji Kościuszkowskiej pod koniec 1794 roku. Narodziny rynku polskich banknotów kolekcjonerskich, w rozumieniu dojrzałego rynku inwestycji alternatywnych, można datować na początek 2018 roku. Rynek ten, jako segment rynku inwestycyjnego, ma już zatem 6 i pół roku. Tak długa historia umożliwia konstrukcję indeksu rynku opartego o metodologię wykorzystywaną w przypadku popularnych cenowych indeksów rynkowych, jak np. indeksów rynków akcji notowanych na giełdzie papierów wartościowych czy indeksów obligacji.

Dla rynku polskich banknotów kolekcjonerskich opracowany został indeks cen, ujmujący zachowanie poszczególnych segmentów cenowych tego rynku. Niniejsze opracowanie zawiera prezentację zachowania indeksu w całym 6,5-letnim okresie istnienia rynku banknotów jako rynku inwestycji alternatywnych oraz podstawową analizę informacji generowanych przez ten indeks.

Materiał ten stanowi kontynuację prezentacji zmian cen na rynku polskich banknotów kolekcjonerskich, publikowanej od początku roku 2022. Indeks zbieżny jest z metodologią popularnych indeksów giełdowych (metodologia wywiedziona z indeksu Laspeyresa). Indeks niezmiennie opiera się na tych samych, publicznie dostępnych i maksymalnie wiarygodnych danych transakcyjnych. Informacje przedstawione w niniejszym opracowaniu są zatem zbieżne z informacjami zawartymi w poprzednich publikacjach, pewne różnice w stosunku do pierwszych publikacji mogą wynikać z ujednolicenia sposobu prezentacji zmian cen z głównymi indeksami giełdowymi oraz drobnej korekty w zakresie zmian cen w segmencie cenowym *wysokim* w II półroczu 2022.

Odtworzenie obliczeń wartości indeksu jest możliwe przez dowolną osobę korzystającą z publicznie dostępnych danych.

W niniejszym materiale zawarto także prezentację rzeczywistych stóp zwrotu z indeksu po uwzględnieniu prowizji pobieranej przez domy aukcyjne, przy czym założono modelowe wartości prowizji: prowizję 5% od sprzedaży oraz 18% od zakupu – obie prowizje obliczane na podstawie ceny wylicytowanej na aukcji.

## Podział rynku na segmenty cenowe

Ustalenie struktury indeksu oparto na założeniu, iż banknoty notowane w podobnym przedziale cenowym znajdują podobnego odbiorcę, zatem mogą co do zasady podlegać zbliżonym tendencjom rynkowym. Jednocześnie, pomiędzy poszczególnymi segmentami cenowymi rynku mogą występować różnice w zachowaniach cenowych, wyrażające się zarówno w sile jak i kierunku zmian cen. Rynek polskich banknotów kolekcjonerskich podzielono na pięć segmentów cenowych:

- segment niski
- segment popularny
- segment średni
- segment wysoki
- segment premium

Dla poszczególnych segmentów cenowych rynku utworzone zostały odrębne indeksy:

Segment cenowy rynku	Indeks segmentu cenowego rynku	liczba składników Indeksu*	przedział wartości według cen z II półrocza 2021
niski	PLB-LOW10	10	< 1.000 zł
popularny	PLB-POP10	10	1.000 zł - 1.700 zł
średni	PLB-MED10	10	1.700 zł - 4.000 zł
wysoki	PLB-HIGH12	12	4.000 - 24.000 zł
premium	PLB-TOP10	10	> 24.000 zł

\* wybrane składniki indeksu PLB-HIGH12 obejmują dwa zbliżone banknoty

Segment niski obejmuje walory najtańsze, najpowszechniejsze, które w zauważalnej części przypadków uzyskują realną wartość handlową dopiero po poddaniu *gradingowi* i uzyskaniu wysokiej *noty gradingowej*. W tym przypadku wartość *holdera* (cena usługi *gradingu*) stanowi istotną część wartości waloru.

Segment popularny obejmuje walory często notowane, powszechnie spotykane w znakomitych stanach zachowania.

Segment średni obejmuje walory o przeciętnym stopniu rzadkości, ale w odpowiednio dobrych (choć nadal często spotykanych) stanach zachowania.

Segment wysoki to szeroki segment cenowy wypełniający lukę pomiędzy segmentem *średnim*, a walorami najdroższymi (segmentem *premium*). Przedział wartości tego segmentu cenowego jest płynny, a jego górna granica zależy od jakości podaży walorów *premium* w danym półroczu. Do segmentu tego należą walory dość rzadkie w bardzo dobrych stanach zachowania lub rzadkie, niezależnie od stanu zachowania. Częstotliwość notowań porównywalnych walorów z tego segmentu jest wyraźnie niższa, niż w przypadku reprezentantów niższych segmentów cenowych rynku. Wymusza to pewne modyfikacje konstrukcji struktury indeksu.

Segment premium obejmuje walory najdroższe, czyli te, które w danym okresie uzyskiwały najwyższe ceny. Do tego segmentu cenowego należą banknoty rzadkie w bardzo dobrych stanach zachowania lub banknoty o najwyższym stopniu rzadkości niezależnie od stanu zachowania. W każdym przypadku reprezentanta tego segmentu cenowego można określić jako „unikat” na podstawie wysokiego stopnia rzadkości bezwzględnej lub wynikającego z określonego stanu zachowania. Zakres cen w tym segmencie rozpoczyna się od kilkudziesięciu tys. złotych i nie posiada górnego ograniczenia – wyznacza go cena sprzedaży najdroższego waloru notowanego w badanym okresie czasu.

## Struktura indeksu

Skład indeksu rynku polskich banknotów kolekcjonerskich w podziale na poszczególne segmenty cenowe rynku:

SEGMENT NISKI				
Lp.	# CM	banknot	stan zachowania	waga w indeksie
1	7	GGW, 1/2 mkp 1916, Generał B	I, 65-66	10%
2	23	II RP, 1 mkp 1919 "wiedeńska"	65-66 (tylko grading)	10%
3	70b	II RP, 50 złotych 1929	65-66 (tylko grading)	10%
4	75	II RP, 20 złotych 1936	65-66 (tylko grading)	10%
5	103	GG, 100 złotych 1941	65-66 (tylko grading)	10%
6	Ł1	Getto, 50 fenigów (numerator czerwony)	65-66 (tylko grading)	10%
7	105a	Polska Ludowa, 1 złoty 1944	65-66 (tylko grading)	10%
8	123	Polska Ludowa, 1 złoty 1946	65-66 (tylko grading)	10%
9	144a	PRL, 50 złotych 1975, seria A	67 (tylko grading)	10%
10	197c	III RP, 20 zł 1994, ser. ZA (typowa numeracja)	66-67 (tylko grading)	10%

# CM - numer w katalogu Czesława Miłczaka

SEGMENT POPULARNY				
Lp.	# CM	banknot	stan zachowania	waga w Indeksie
1	A11	Insurekcja, 4 złp 1794 (typowa odmiana)	I/I-, I, 62-64	10%
2	8	GGW, 1 mkp 1916, Generał B	I, 64-66	10%
3	K8a	Ober-Ost (Kowno), 1.000 marek 1918, 6 cyfr	I, 64-65	10%
4	23	II RP, 1 mkp 1919 "lutowo-majowa"	I, 64-65	10%
5	31	II RP, 5.000 mkp 1920 "wiedeńska"	I, 65-66	10%
6	54	II RP, 500 złotych 1919	I, 65-66	10%
7	91	GG, 1 złoty 1940	I, 65-66	10%
8	Ł2b	Getto, 1 marka, seria A	I, 65-66	10%
9	116	Polska Ludowa, 20 zł 1944 "OBOWIĄZKOWE" (typowa)	I, 65-66	10%
10	142a	PRL, 500 złotych 1974, seria A	I, 66-67	10%

# CM - numer w katalogu Czesława Miłczaka

SEGMENT ŚREDNI				
Lp.	# CM	banknot	stan zachowania	waga w Indeksie
1	A9a	Insurekcja, X groszy miedziane 1794	I/I-, I, 62-64	10%
2	9b	GGW, 2 mkp 1916, Generał B	I, 65-66	10%
3	20	II RP, 5 mkp 1919 "lutowo-majowa"	I/I-, I, 63-64	10%
4	32	Inflacja, 10.000 mkp 1922	I, 65-66	10%
5	G15	WM Gdańsk, 100 mln marek 1923	64 EPQ-65 (tylko grading)	10%
6	47b	II RP, 1 złoty 1919, seria dwucyfrowa	I/I-, I, 63-64	10%
7	Ł4a	Getto, 5 marek 1940 (numeratorem czerwony, typ. I)	I, 64-65	10%
8	109	Polska Ludowa, 20 złotych 1944 "OBOWIĄZKOWYM"	I, 64 EPQ-65	10%
9	131	Polska Ludowa, 100 złotych 1947	I, 65-66	10%
10	135	Polska Ludowa, 5 złotych 1948	I, 65-66	10%

# CM - numer w katalogu Czesława Miłczaka

noty 62-64 obejmują zarówno noty bez adnotacji EPQ, jak i wraz z adnotacją EPQ, chyba że wyraźnie wskazano, że dla danej pozycji objęta jest wyłącznie nota 64 EPQ

SEGMENT WYSOKI				
Lp.	# CM	banknot	stan zachowania	waga w Indeksie
1	A3, A4	Insurekcja, "długie" popularne (25 złp i 50 złp) 1794	63 (tylko grading)	8,33%
2	2a, 3a	GGW, niskie nominały (1 i 2 mkp) 1916, jenerał A	66 (tylko grading)	8,33%
3	33, 35	Inflacja, popularne (50.000 i 100.000 mk) 1922-23	66 (tylko grading)	8,33%
4	55a	II RP, 1.000 złotych 1919	63-64 (tylko grading)	8,33%
5	56	II RP, 5.000 złotych 1919 WZÓR	64-65 (tylko grading)	8,33%
6	60	II RP, bilet zdawkowy, 2 złote 1925	64-65 (tylko grading)	8,33%
7	G53	WM Gdańsk, 20 guldenów 1937	66 (tylko grading)	8,33%
8	G50	WM Gdańsk, 100 guldenów 1931	64 (tylko grading)	8,33%
9	87	Emigracja, 20 zł 1939, ABNCo (Nowy Jork, USA)	66 (tylko grading)	8,33%
10	Ł5f	Getto, 10 mk 1940, bez zn.w., numeratorem typ. 1	65 (tylko grading)	8,33%
11	Ł7b	Getto, 50 mk 1940, numeratorem typ 1	65 (tylko grading)	8,33%
12	119a,b	Polska Ludowa, 500 zł 1944 "OBOWIĄZKOWE"	64 (tylko grading)	8,33%

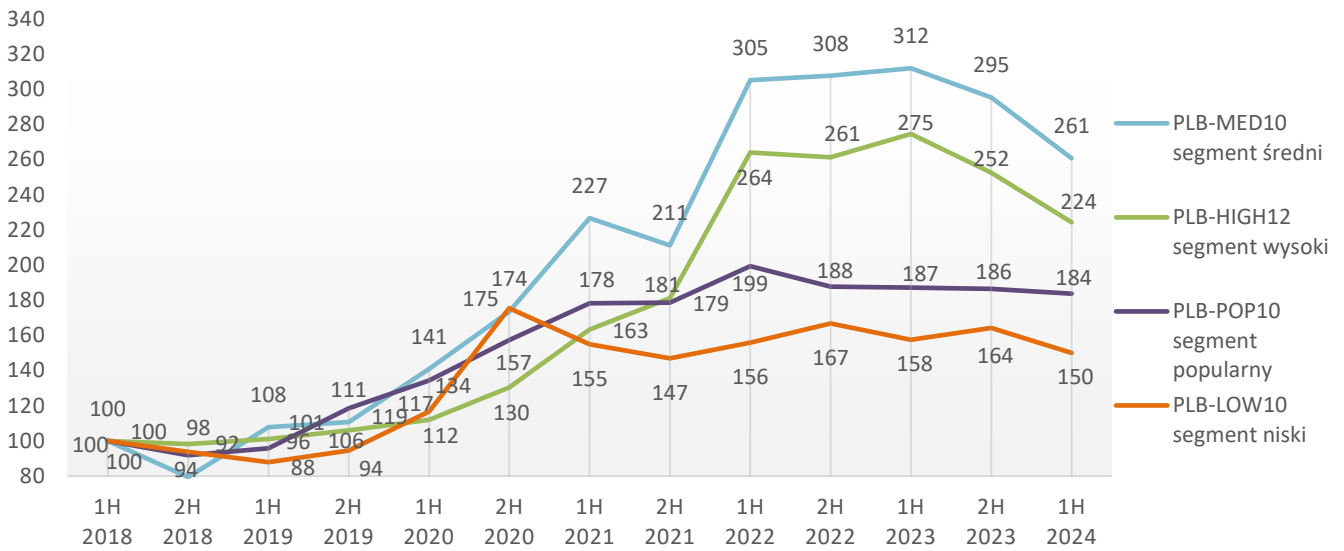
# CM - numer w katalogu Czesława Miłczaka

noty 63-64 obejmują noty zarówno bez adnotacji EPQ, jak i wraz z adnotacją EPQ

SEGMENT PREMIUM
W skład indeksu wchodzi 10 banknotów, dla których została osiągnięta najwyższa cena transakcyjna w danym półroczu. Skład ten jest zmienny w czasie.

### Indeks Rynku Polskich Banknotów Kolekcyjnych

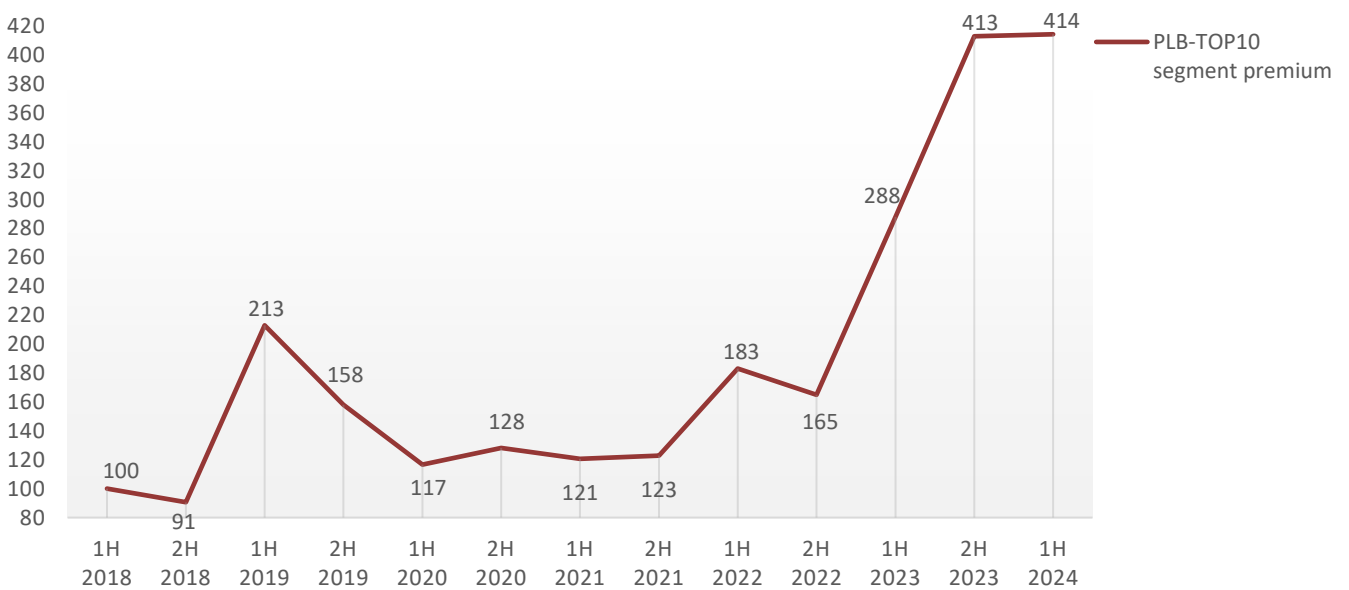
#### Wartości Indeksów: PLB-LOW10, PLB-POP10, PLB-MED10 i PLB-HIGH12



Dla wszystkich indeksów przyjęto znormalizowaną wartość początkową równą 100 pkt. na koniec I półrocza 2018 roku. Spośród czterech podstawowych segmentów cenowych rynku, na koniec I półrocza 2024 roku najwyższą wartość osiągnął indeks PLB-MED10 (261 pkt.), zaś najniższą indeks PLB-LOW10 (150 pkt.). Indeksy niższych segmentów cenowych rynku osiągnęły wartości niższe, niż indeksy wyższych segmentów cenowych rynku, jednak na skutek przecen droższych walorów zmalało rozwarstwienie cen pomiędzy walorami niższej klasy (tańszymi) oraz wyższej klasy (droższymi). Dodatkowo, utrzymuje się wyraźne zróżnicowanie cen pomiędzy pobliskimi notami (np. 65 i 66) w ramach jednego waloru, w przeszłości wycenianymi bardzo podobnie.

Oddzielnie zaprezentowano indeks PLB-TOP10, ze względu na odrębność metodologiczną indeksu rynku polskich banknotów kolekcyjnych w segmencie cenowym *premium*:

#### Wartości Indeksu PLB-TOP10

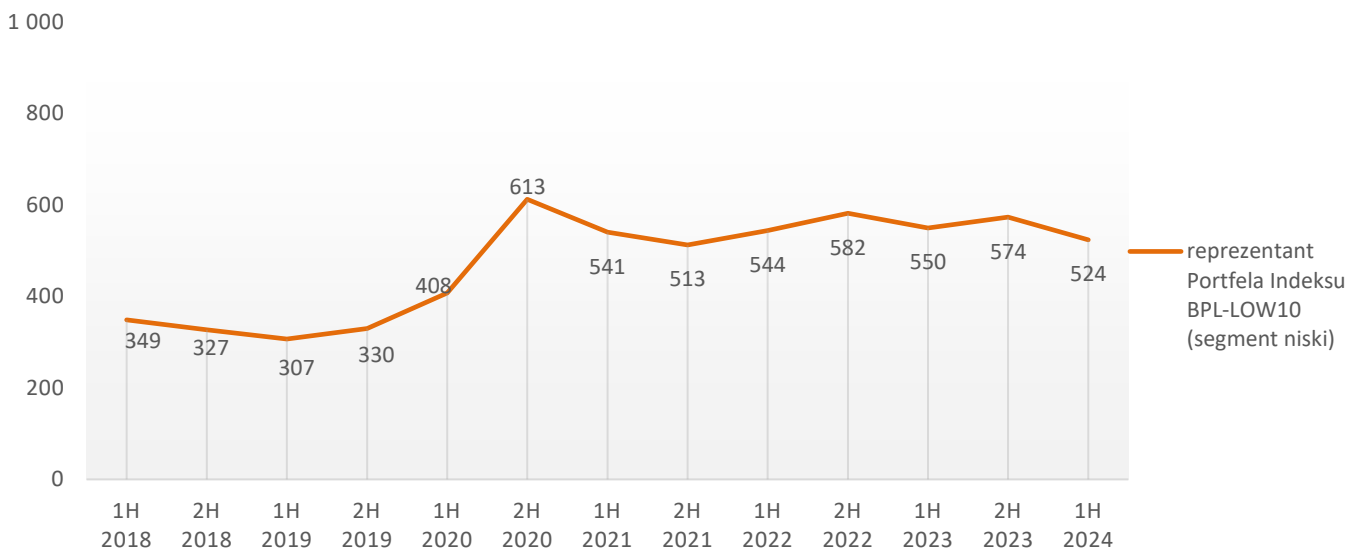


Indeks PLB-TOP10 na koniec I półrocza 2024 r. utrzymał poziomy uzyskane po dynamicznym wzroście z 2023 r. i osiągnął 414 pkt. Jest to wartość najwyższa spośród wszystkich wyodrębnionych segmentów cenowych rynku. Na indeks segmentu cenowego *premium* szczególnie istotny wpływ ma jakość oferty aukcyjnej w danym okresie.

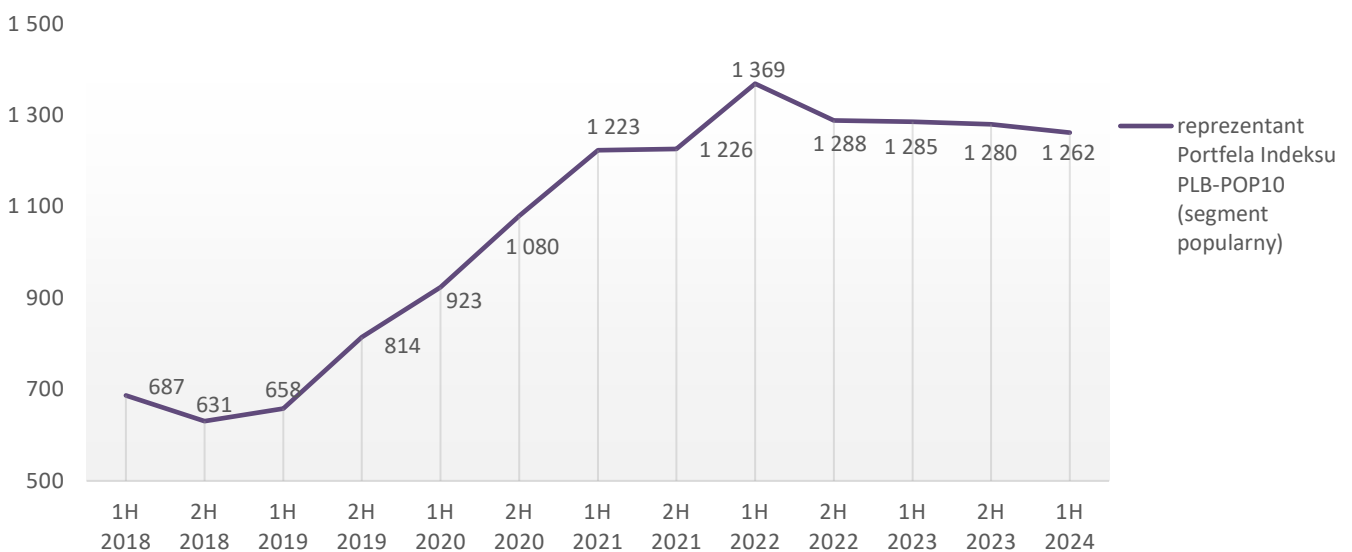
**Wartości przeciętnego składnika portfela indeksu**

Portfel aktywów zbudowany w oparciu o strukturę indeksu to portfel indeksu. Struktura indeksu rynku polskich banknotów kolekcjonerskich, a zatem również skład portfela indeksu, są stałe w czasie. Udziały poszczególnych komponentów w strukturze indeksu są równe. Tym samym, wartości portfela indeksu w poszczególnych segmentach cenowych rynku można interpretować jako ujęte w czasie wartości rynkowe przeciętnego reprezentanta portfela indeksu. Wartości rynkowe przeciętnego reprezentanta portfela indeksu są następujące:

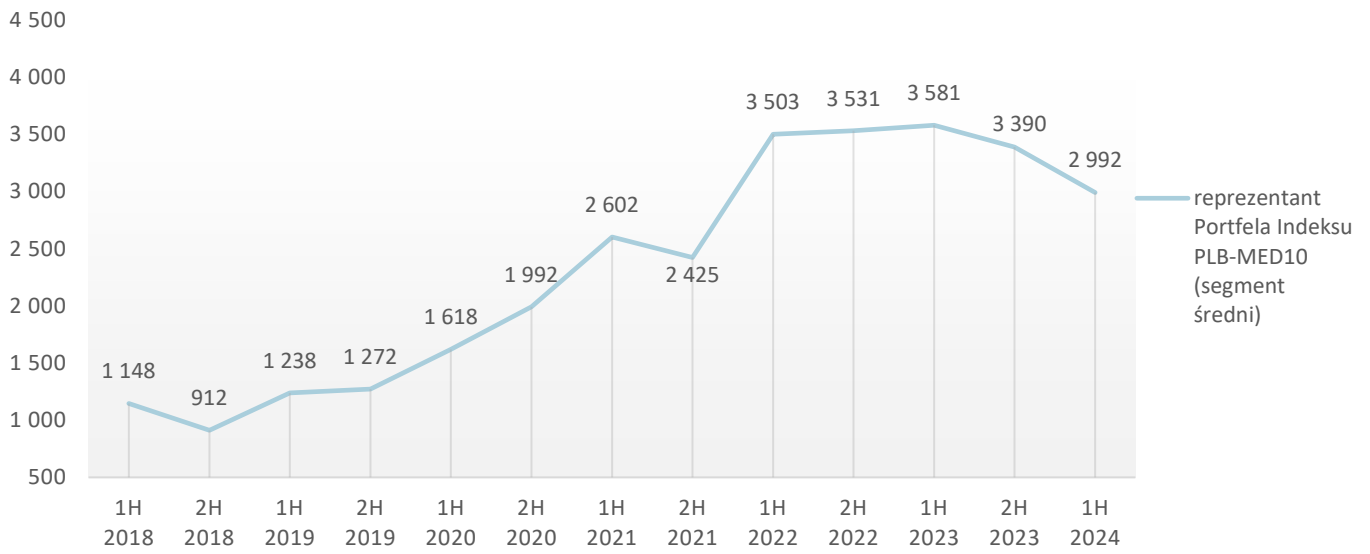
wartość (zł) przeciętnego reprezentanta portfela indeksu BPL-LOW10 (segmentu niskiego)



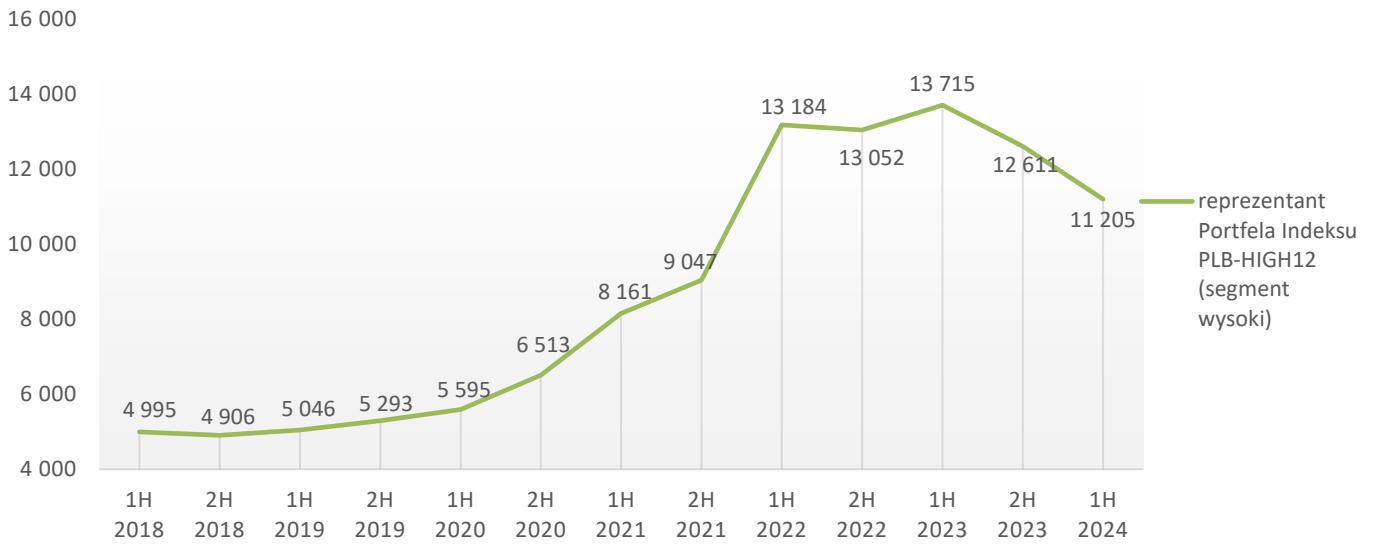
wartość (zł) przeciętnego reprezentanta portfela indeksu BPL-POP10 (segmentu popularnego)



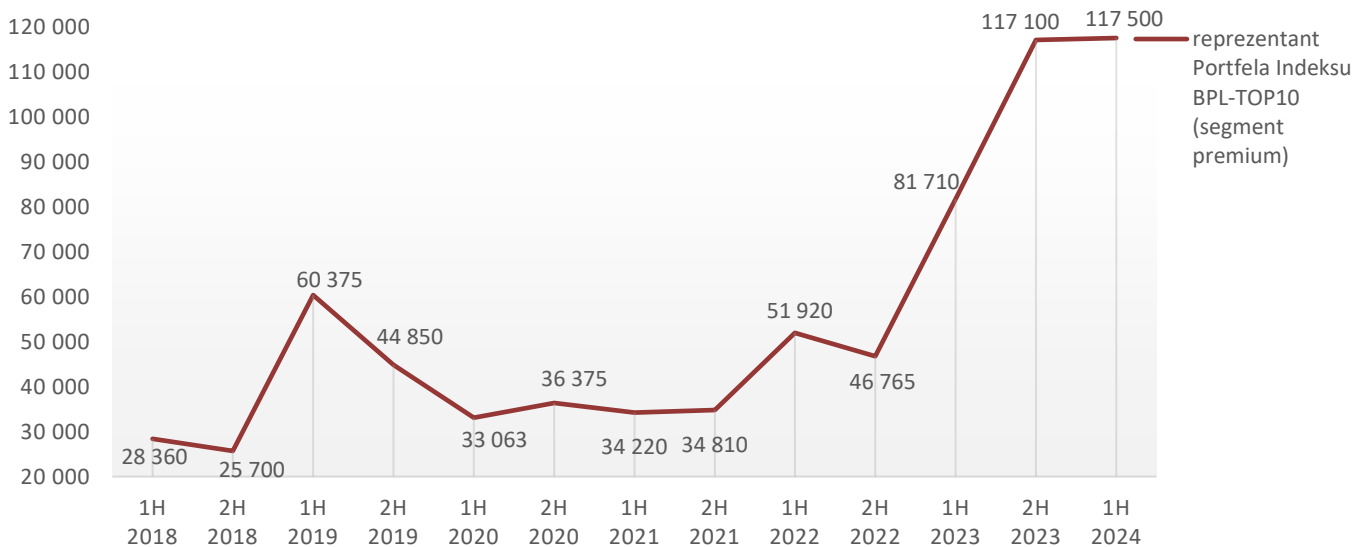
**wartość (zł) przeciętnego reprezentanta portfela indeksu BPL-MED10 (segmentu średniego)**



**wartość (zł) przeciętnego reprezentanta portfela indeksu BPL-HIGH12 (segmentu wysokiego)**



**Wartość (zł) przeciętnego reprezentanta portfela indeksu BPL-TOP10 (segmentu premium)**

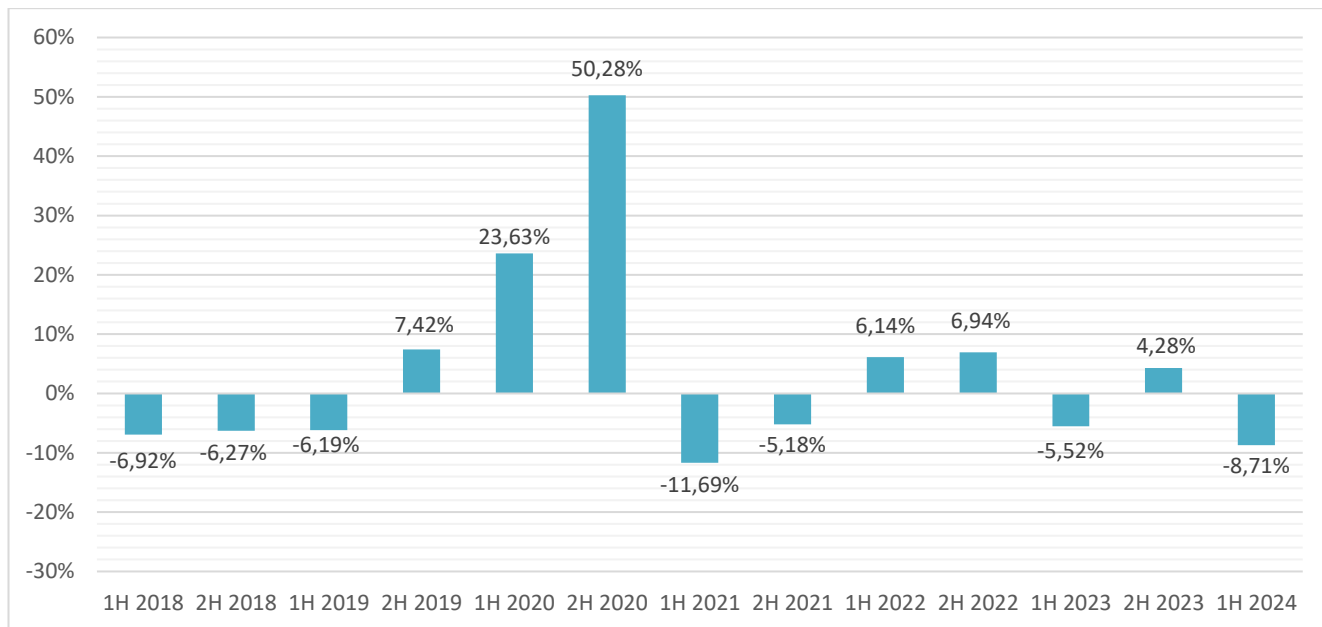




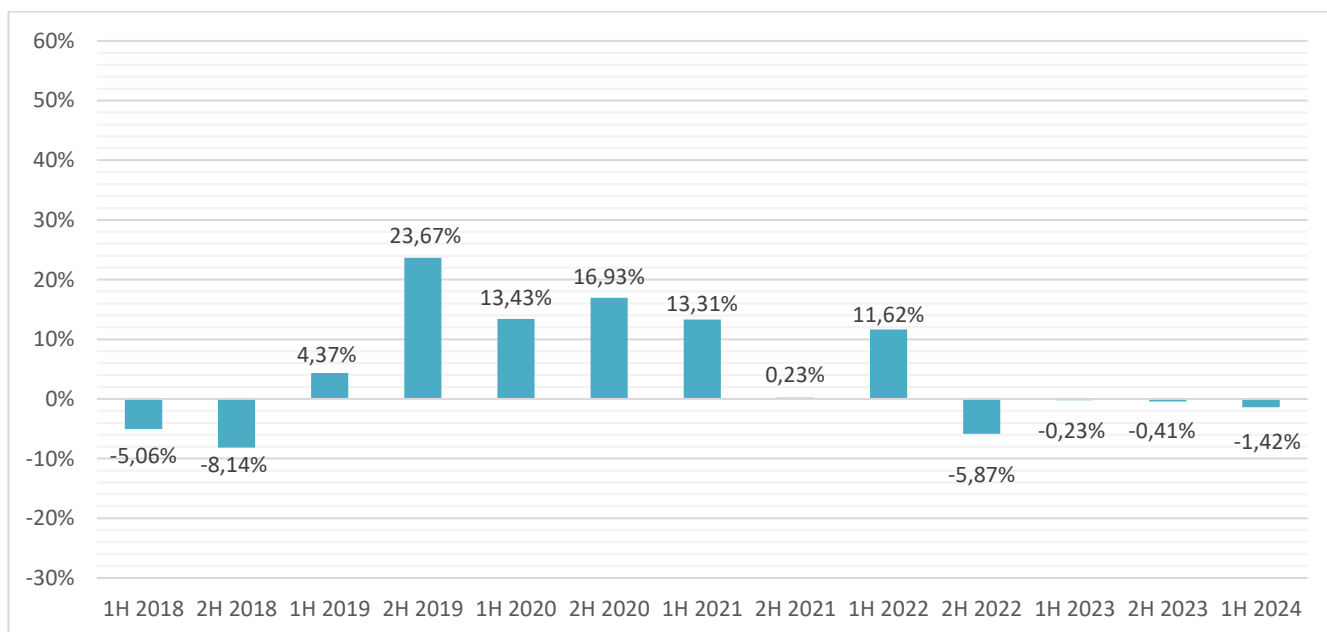
## Stopy zwrotu z indeksu

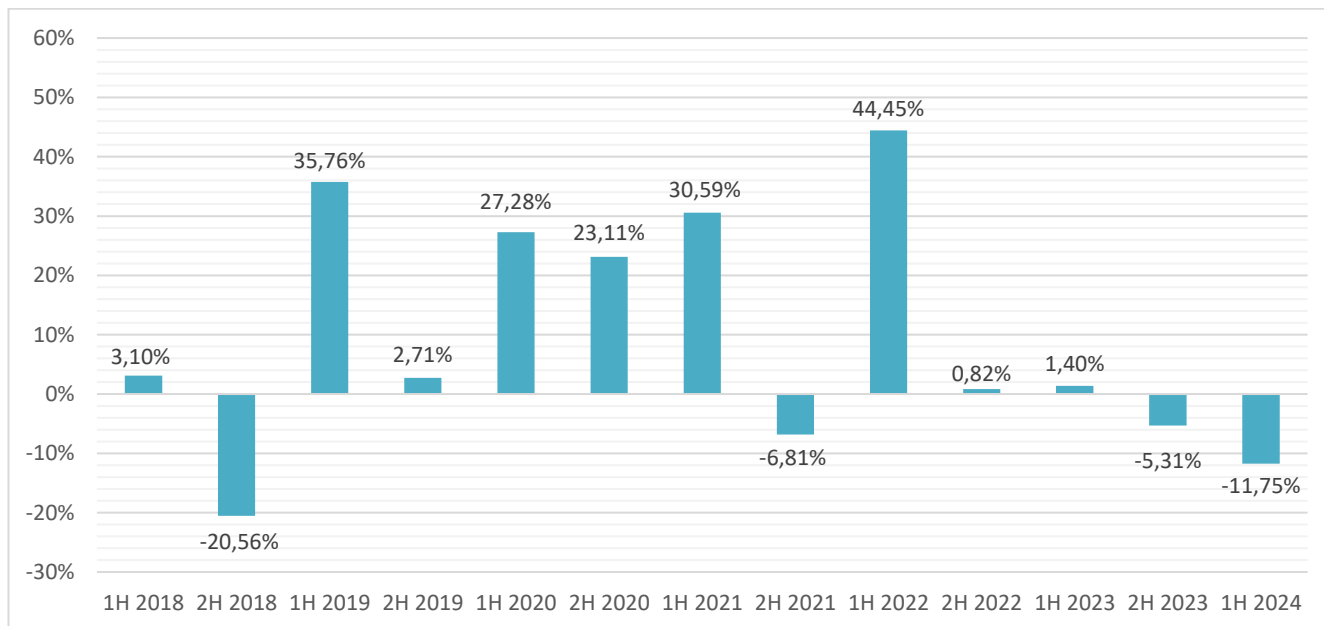
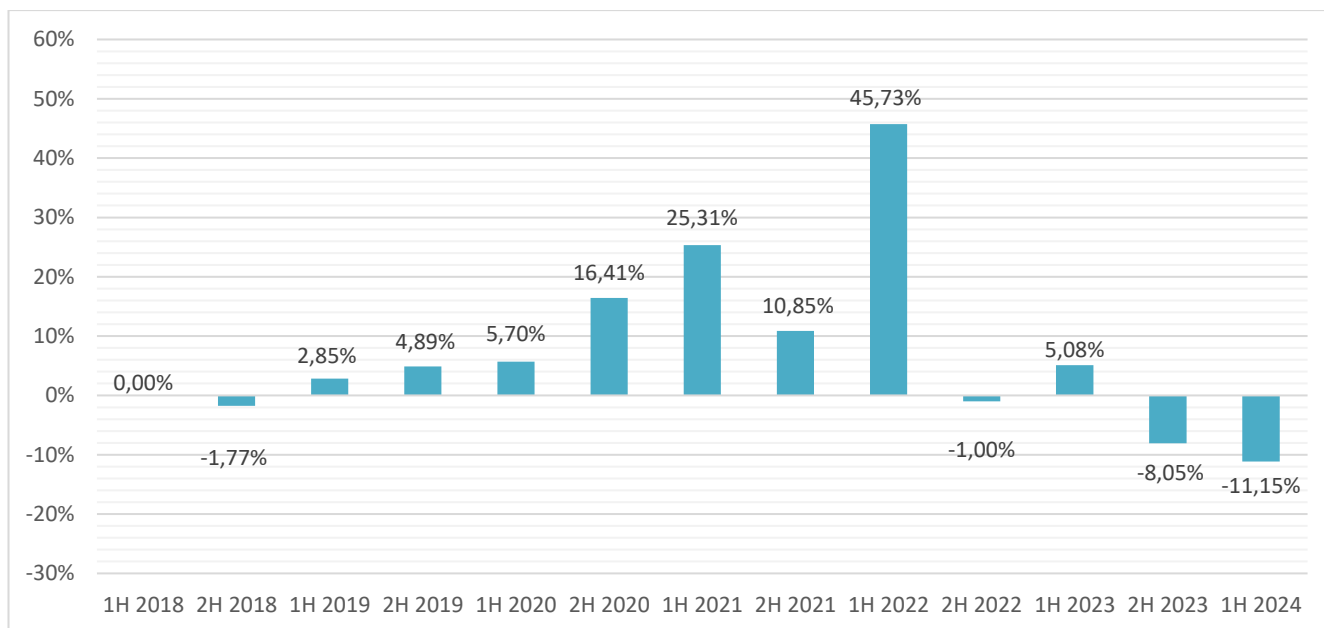
Stopy zwrotu w poszczególnych segmentach cenowych rynku banknotów w kolejnych półroczach wyznaczone w oparciu o wartości indeksu:

### Stopa zwrotu z indeksu BPL-LOW10 – segment niski



### Stopa zwrotu z indeksu BPL-POP10 – segment popularny



Stopa zwrotu z indeksu BPL-MED10 – segment średniStopa zwrotu z indeksu BPL-HIGH12 – segment wysokiStopa zwrotu z indeksu BPL-TOP10 – segment premium

Ze względu na specyfikę segmentu *premium* nie jest w praktyce możliwa inwestycja w portfel indeksu BPL-TOP10 (możliwa jest za to budowa portfela inwestycyjnego składającego się z banknotów hipotetycznie kwalifikujących się do sklasyfikowania w ramach tego segmentu cenowego rynku). Możliwa jest teoretyczna analiza stóp zwrotu z indeksu tego segmentu cenowego, jednak wartość praktyczna takiej analizy jest ograniczona.

## Podstawowe wnioski z obserwacji zmian cen:

### Uwagi ogólne:

- Przedstawione stopy zwrotu to stopy zwrotu (zmiany cen) osiągnięte w okresach półrocznych. Przykładowo, wzrost cen w kolejnych półroczach o **13,43%** i **16,93%** (jest to przykład dla indeksu BPL-POP10 segmentu cenowego popularnego w roku 2020) oznacza wzrost ceny **w całym 2020 roku o 32,63%**. Należy na to zwrócić uwagę przy ewentualnym dokonywaniu porównań ze wskaźnikami i innymi aktywami inwestycyjnymi.
- Indeks Rynku Polskich Banknotów Kolekcjonerskich zbudowano w oparciu o walory relatywnie popularne, tj. możliwie często występujące w notowaniach. W tym kontekście (za wyjątkiem segmentu cenowego wysokiego) walor ujęty w Indeksie (w przyjętym w Indeksie stanie zachowania) można traktować jako „standardowy”, walor o lepszym stanie zachowania jako „dobry”, a walor w niższym stanie zachowania jako „słaby”. Różnice cenowe między walorami „standardowymi” oraz „słabymi” i „dobrymi” potrafią być bardzo istotne, podobnie zmiany cen (stopy zwrotu). Innymi słowy – zachowanie waloru „standardowego” (np. „CM#7 - GGW, 1/2 mkp 1916, Generał B” z notą PMG 66) i „słabego” (np. „CM#7 - GGW, 1/2 mkp 1916, Generał B” z notą PMG 64) może być zupełnie inne. Należy na to zwrócić uwagę przy ewentualnym dokonywaniu porównań zachowania Indeksu z zachowaniem cenowym walorów zbliżonych, ale jednak nie ujętych w Indeksie.

### Sytuacja po I półroczu 2024:

- Na rynku polskich banknotów kolekcjonerskich trwa korekta cenowa. Tanieją wszystkie kategorie z wyjątkiem walorów najdroższych. W I półroczu 2024 roku największa przecena miała miejsce w segmentach cenowych *średnim* i *wysokim* (po ok. 11-12% w skali półrocza). Swoistym fenomenem jest segment walorów najdroższych (*premium*), w którym po gwałtownym wzroście poziomów cenowych brak oznak osłabienia.
- Z wyłączeniem pozycji najtańszych, rynek banknotów kolekcjonerskich w okresie od początku 2019 roku do połowy 2022 roku wykazał wysoką siłę, przy czym siła rynku wzrastała wraz z pułapem cenowym. Inaczej mówiąc – im droższe walory, tym wyższa była stopa zwrotu (wnioski z analizy czterech podstawowych segmentów cenowych rynku, z wyłączeniem specyficznego segmentu *premium*). W II półroczu 2022 oraz w I półroczu 2023 poziomy cen zostały utrzymane. W połowie 2023 roku nastąpiła zmiana. **W II półroczu 2023 oraz w I półroczu 2024 roku uwidoczniły się spadki cen, szczególnie wyraźne w wyższych segmentach cenowych** (w segmentach cenowych *średnim* oraz *wysokim*). Spadki nie objęły walorów najdroższych.
- Spadki cen w ostatnich dwóch półroczach w ujęciu procentowym są istotne nawet pomimo wysokiej skali wzrostów cen w poprzednich okresach (w segmentach cenowych *średnim* i *wysokim*). Spadek Indeksu o około 11% (np. w segmencie cenowym *wysokim* w I półroczu 2024) oznacza, iż jeżeli połowa składników Indeksu nie zmieniła ceny, to druga połowa składników Indeksu musiała potanieć przeciętnie o 22%.
- Korekta cen spowodowała cofnięcie cen do poziomów osiągniętych w przeszłości, w przypadku najtańszych walorów (segment cenowy *niski*, historycznie zachowujący się najstabilniej) są to poziomy z roku 2020. W przypadku segmentów cenowych *średniego* i *wysokiego* nastąpił powrót do poziomów z początku roku 2022.
- Widoczne jest osłabienie popytu w grupie walorów lepszych (ale nie najlepszych), które już były notowane w analogicznym stanie zachowania w nieodległej przeszłości. Wysokie ceny osiągają walory notowane po raz pierwszy lub notowane sporadycznie, pierwszy raz po kilku latach. Może to świadczyć o płytkości rynku lepszych banknotów.
- Moda: zauważalny jest spadek popytu na walory emitowane po II Wojnie Światowej (Polska Ludowa i PRL), co ma odzwierciedlenie w spadających cenach (choć nie dotyczy to wszystkich pozycji bez wyjątku).
- Widoczne są zmiany zachodzące na rynku domów aukcyjnych. Pewnego rodzaju zobrazowaniem tych zmian może być sytuacja braku ofert na banknot CM#103 GG 100 zł 1941 z notą 66 EPQ (PMG), który na aukcji Numis Poland (Numis Klitończyk) w dniu 2024.05.18 nie miał ofert przy cenie startowej 150 zł + prowizja 18%

= 177 zł. W innych domach aukcyjnych banknot ten powtarzalnie osiągał w I półroczu 2024 roku ceny wyższe nawet w słabszym stanie zachowania (z notą PMG 65 EPQ).

- W I półroczu 2024 roku można było zaobserwować spadek cen w trakcie półrocza, tj. te same walory co do zasady notowane były wyżej na początku 2024 roku, niż bliżej połowy 2024 roku;
- Dodatkowo, w segmencie cenowym *niskim* (przy niskich absolutnych cenach banknotów) zdarzały się nieodległe w czasie notowania analogicznych banknotów, których różnica w cenie przekraczała 100%. W przeszłości takie sytuacje należały do rzadkości.
- Utrzymuje się rozwarstwienie cen pomiędzy notami zbliżonymi, ujętymi w ramach jednego komponentu Indeksu. W przeszłości różnica not w obrębie komponentów była nieistotna cenowo, obecnie różnice w wycenach (np. not 65 i 66) są wysokie. Dodatkowo, w miarę pojawiania się not wyższych, w przeszłości niedostępnych lub bardzo rzadkich (np. 67 dla bardziej popularnych komponentów Indeksu), noty niższe (np. 65 i 66) tanieją lub drożeją wolniej, niż noty najwyższe. Do *gradingu* trafia dużo materiału i materiał ten nie jest przypadkowy - następuje preselekcja przed wysłaniem i w rezultacie do oceny przez *spółkę gradingową* (głównie PMG) trafiają najlepiej zachowane walory, z największą szansą na otrzymanie najwyższych not.
- Segment cenowy *niski* pozostaje w stagnacji. Segment ten odnotował w 2020 roku jednorazowe, skokowe przeniesienie poziomów cenowych na wyższy pułap, a poza tym wydarzeniem w zasadzie jest pozbawiony istotnych i trwałych wzrostów. W I półroczu 2024 roku nastąpiło dodatkowo osunięcie cen w tym segmencie cenowym (o blisko 9% w skali półrocza).
- Wzrost poziomu cenowego o 500-1.000 zł oznacza przejście do segmentu cenowego *popularnego*. W tym segmencie cenowym panuje długotrwała stagnacja. Po roku 2018 notowane były stabilne, przeciętnie kilkunastoprocentowe wzrosty cen w poszczególnych półroczach. Jednakże począwszy od połowy 2022 roku także segment cenowy *popularny* złapał zadyszkę, która może być skutkiem wysokiej podaży tanich walorów (ujętych w Indeksie tego segmentu), pojawianiem się dużej ilości lepszych *not gradingowych* od ujętych w Indeksie tego segmentu oraz ogólnej sytuacji ekonomicznej nabywców walorów z tego segmentu cenowego.
- Oba najniższe segmenty cenowe: *niski* i *popularny* nie wykazują trwałej siły zdolnej do zapewnienia choćby inflacyjnych wzrostów cen.
- Na kolejnym pułapie cenowym – w segmencie cenowym *średnim* w latach 2019-2022 notowane były wysokie i stabilne wzrosty cen. Po stabilizacji cen w II półroczu 2022 roku oraz w I półroczu 2023 roku, w II półroczu 2023 nastąpił spadek cen, kontynuowany z większą siłą w I półroczu 2024 roku. Obserwacja notowań po zakończeniu I półrocza 2024 roku w przypadku wybranych walorów z tego segmentu może jednak sugerować pokonanie dołka cenowego – ale na potwierdzenie tej obserwacji należy poczekać do zakończenia II półrocza 2024 roku.
- W segmencie cenowym *wysokim*, na którym od końca 2019 roku występowały praktycznie nieprzerwane wzrosty cen, nastąpiła wyraźna korekta. Spadek całego segmentu cenowego rynku o blisko 10% oznacza, że jeżeli połowa składników indeksu hipotetycznie nie zmieniła ceny, to pozostała połowa przeciętnie musiała potanieć o ok. 20%. Ostatnie dwa półrocza (II półrocze 2023 oraz I półrocze 2024) to czas wyraźnej korekty i spadek Indeksu łącznie o 20,1%. Należy jednak pamiętać, że w samym I półroczu 2022 Indeks tego segmentu cenowego wzrósł o blisko 46%.
- Dochodzi do kolejnych przypadków gwałtownego urealniania cen poszczególnych walorów osiągniętych w przeszłości. Pokazuje to ograniczoną wartość informacji cenowej, jaką niosą niektóre notowania z przeszłości, a które w najlepszym razie należy traktować jako jednorazowe wysoki. Umiejętność filtrowania takich aberracji jest cenną umiejętnością w poruszaniu się po rynkach alternatywnych. Notowania coraz większej grup banknotów wykazują jednak stabilizację pułapu cenowego, a selektywnie także odbicie po wcześniejszych gwałtownych przecenach. Sugeruje to, iż po ostatnich spadkach rynek zaczyna szukać równowagi.

- W II półroczu 2023 roku miało np. miejsce notowanie banknotu „CM#Ł7b, Getto, 50 mk 1940, numerator typ 1” PMG 65 EPQ. Cena formalnie wzrosła o blisko 35%, a dynamika wzrostu ceny została wyraźnie zwiększona notowaniem podczas aukcji domu aukcyjnego Stary Sklep. Pomimo wątpliwej wiarygodności informacji cenowej z tego notowania, silny formalny wzrost ceny wpłynął na zachowanie Indeksu całego segmentu, ograniczając spadek Indeksu w segmencie cenowym *wysokim*. Weryfikacja poziomu cen tego waloru nastąpiła już w I półroczu 2024, co zostało odzwierciedlone w odpowiednio słabszym zachowaniu Indeksu w minionym półroczu.
- Podobnie jak w przypadku II półroczu 2023, w I półroczu 2024 roku można przypuszczać, iż częściową przyczyną spadku cen w dwóch wyższych segmentach cenowych rynku była silna oferta w segmencie cenowym *premium*. Dodatkowo, możliwy jest kryzys zaufania do wybranych domów aukcyjnych lub zmniejszenie aktywności lub wręcz wypadnięcie z rynku kilku osób dotychczas aktywnych w wyższych segmentach cenowych (lub wszystkie te czynniki jednocześnie). Bez dokładniejszych danych trudno wskazać jednoznaczną przyczynę. Jakiś wpływ na ten segment może mieć też sytuacja na innych rynkach (nieruchomości, akcji, długu, złota) czy koniunktura w wybranych branżach gospodarki - istotnych dla kluczowych uczestników rynku, a występujących dotychczas po jego stronie popytowej.
- Trwa wyjątkowa passa w segmencie cenowym *premium* – I półroczu 2024 roku to kolejne z rzędu półrocze, kiedy zaoferowana została duża (jak na ten rynek) ilość walorów wysokiej klasy. Osiągnięte zostały wysokie ceny - i co bardzo istotne – wysokie ceny płacono nie tylko za wąską grupę „ekstremalnych unikatów”, ale za cały, liczny zbiór oferowanych walorów. Rynek w I półroczu 2024 ponownie był skłonny płacić dużo za dobre walory. Znalazło to odzwierciedlenie w utrzymującej poziom medianie ceny 10-ciu najdroższych walorów oferowanych na rynku i tym samym utrzymaniem wysokiego pułapu przez Indeks segmentu cenowego *premium*.
- Obecnie, **przeciętna** wartość banknotu z segmentu cenowego *premium* to już 117.500 zł (!). Swoją mocną pozycję po powrocie do poważnej gry na rynku banknotów utrzymał dom aukcyjny WCN. Pokazuje to, iż pieniądze na rynku są, skłonność do płacenia wysokich kwot za banknoty nie jest mała, jednak mogą występować pewne zjawiska powodujące przetasowania na rynku, zasygnalizowane wcześniej.
- Komentarz do stanów zachowania banknotów: w Indeksie (poza segmentami cenowymi *wysokim* i *premium*) ujęte zostały banknoty w popularnych stanach zachowania. Z perspektywy inwestycyjnej poszczególne walory w stanach zachowania niższych, niż ujęte w Indeksie, należy traktować jako słabo zachowane, występujące masowo i o ograniczonej atrakcyjności. Z kolei odpowiednie walory w stanach wyższych, niż ujęte w Indeksie – jako walory w stanach zachowania wysokich i rzadko handlowanych. Nie wyklucza to atrakcyjności *kolekcyjnej* (nie: *inwestycyjnej*) walorów w stanach zachowania niższych, niż ujęte w Indeksie, jednak wspomniany wcześniej trend coraz silniejszego różnicowania cenowego poszczególnych *not gradingowych* z zakresu stanów UNC powoduje, iż atrakcyjność inwestycyjna nawet stanów zachowania ujętych w Indeksie (w segmentach cenowych poniżej segmentu *wysokiego*) jest ograniczona.

## Prowizje

Zmiany wartości indeksu (a więc stopy zwrotu w poszczególnych segmentach cenowych rynku) zaprezentowane w niniejszym opracowaniu nie uwzględniają prowizji domów aukcyjnych. Kalkulacja stóp zwrotu z indeksu bazuje na zmianach wartości rynkowej banknotów, a więc zmianach cen faktycznie płaconych przez nabywców banknotów. Jednakże, pomiędzy ceną płaconą przez nabywcę oraz kwotą otrzymywaną przez komitenta („sprzedawcę” banknotu), występuje różnica wynikająca z obciążeń prowizyjnych, obniżająca wynik sprzedającego. Prowizje stanowią koszt transakcyjny, który należy uwzględnić przy kalkulowaniu faktycznej stopy zwrotu z transakcji.

Na rynku banknotów występują dwa rodzaje prowizji (*de facto* obciążające sprzedawcę) – naliczana przy zakupie od wylicytowanej kwoty oraz płacona za sprzedaż waloru wystawionego do licytacji w domu aukcyjnym – również od wylicytowanej sumy. Wysokości prowizji mogą się różnić pomiędzy domami aukcyjnymi, ale za standard rynkowy można przyjąć prowizje od 18% do 20% od wylicytowanej ceny zakupu oraz od 0% do 5% od ceny sprzedaży. Na polskim rynku aukcyjnym mogą także występować prowizje o wartościach spoza tego zakresu, w szczególności negocjowane prowizje naliczane od sprzedaży. Prowizje od sprzedaży mogą zależeć nie tylko od konkretnego domu aukcyjnego, ale od jakości i wartości samych walorów wystawionych do sprzedaży, zatem w tym przypadku trudno o wskazanie jednego, konkretnego poziomu. Dla banknotów wchodzących w skład indeksu dla trzech najniższych segmentów rynku typowe stawki prowizji nie powinny przekraczać 5%, zaś dla *segmentu wysokiego* i *premium* mogą być wyraźnie niższe i dążyć do 0% (ale dużo zależy od konkretnego przypadku).

Kalkulacja stóp zwrotu z inwestycji w indeks poszczególnych segmentów rynku polskich banknotów kolekcjonerskich, przy uwzględnieniu modelowych stawek prowizji (5% oraz 18%) przedstawia się następująco:

Stopy zwrotu rzeczywiste, po uwzględnieniu prowizji													
Stopa zwrotu z inwestycji w Indeks danego segmentu rynku po uwzględnieniu prowizji													
do końca I półrocza 2024, od początku:	1H 2018	2H 2018	1H 2019	2H 2019	1H 2020	2H 2020	1H 2021	2H 2021	1H 2022	2H 2022	1H 2023	2H 2023	1H 2024
Segment niski	12,4%	20,8%	28,8%	37,4%	27,9%	3,4%	-31,2%	-22,1%	-17,8%	-22,6%	-27,6%	-23,4%	-26,5%
Segment popularny	40,5%	48,0%	61,1%	54,3%	24,8%	10,0%	-5,9%	-17,0%	-17,1%	-25,8%	-21,1%	-21,0%	-20,6%
Segmen średni	116,4%	109,9%	164,2%	94,6%	89,4%	48,8%	20,9%	-7,4%	-0,6%	-31,2%	-31,8%	-32,7%	-28,9%
Segment wysoki	80,6%	80,6%	83,9%	78,8%	70,4%	61,3%	38,5%	10,5%	-0,3%	-31,6%	-30,9%	-34,2%	-28,5%

W tabeli zaprezentowano stopy zwrotu osiągnięte na koniec I półrocza 2024 roku **po zapłacie prowizji** z inwestycji w indeks danego segmentu rynku polskich banknotów kolekcjonerskich, w zależności od punktu początkowego dokonania inwestycji. Przykładowo, „zakup indeksu” segmentu *średniego* na początku I półrocza 2021 roku i sprzedaż na koniec I półrocza 2024 roku (a więc po 3,5 roku), przyniosłby zysk 20,9%. Zakup indeksu segmentu *wysokiego* na początku II półrocza 2021 roku i sprzedaż na koniec I półrocza 2024 roku (a więc po 3 latach), przyniosłby zysk 10,5%. Zakup w tym samym czasie (na początku II półrocza 2021 roku) indeksu segmentu *niskiego* i sprzedaż na koniec na koniec I półrocza 2024 roku (po 3 latach), przyniosłby stratę 22,1%.

### krótkie wnioski:

Występowanie prowizji na rynkach rzeczowych aktywów alternatywnych oznacza, iż natychmiastowa sprzedaż zakupionego waloru wiąże się z realizacją straty, nawet po uzyskaniu tej samej ceny rynkowej przez sprzedawany walor. Rekompensatą za taki stan rzeczy są oczekiwane wysokie stopy zwrotu w długim terminie. Stopy zwrotu generowane na rynku banknotów kolekcjonerskich były w ostatnich latach na tyle wysokie, iż prowizje schodziły na dalszy plan, przy założeniu odpowiedniego horyzontu inwestycyjnego oraz jakości nabywanych walorów. W sytuacji, gdy ceny na rynku spadają, prowizja działa jako dodatkowy element kosztowy i dodatkowo obciąża stopę zwrotu. Uogólniając dane rynkowe można powiedzieć, iż przeciętny walor z niskich segmentów cenowych nabyty po roku 2020 i sprzedany na koniec I półrocza 2024 przy udziale prowizji roku wygeneruje stratę (dla najtańszych walorów ok. 1/3 początkowej wartości rynkowej). Lepsza sytuacja jest w segmentach walorów droższych.

## Kluczowe przyjęte założenia

Pomiar zmian cen na rynku banknotów aby był obiektywny, powinien spełniać m.in. następujące założenia:

1. Indeks powinien być oparty o serie danych cenowych identycznych lub porównywalnych walorów, rejestrowane w kolejnych okresach czasu
  - Banknoty wchodzące w skład indeksu powinny być notowane możliwie często na aukcjach oferujących publiczną informację o zrealizowanych cenach
    - *dokonano selekcji banknotów, których notowania w ramach rynku polskich banknotów kolekcjonerskich miały miejsce we wszystkich lub w większości analizowanych okresów z zbliżonych stanach zachowania*
  - Standaryzacja komponentów portfela indeksu powinna minimalizować niedokładności danych cenowych - wpływ cech specyficznych poszczególnych aktywów podlegających analizie na ich ceny powinien być zminimalizowany (wyeliminowany z danych cenowych). Banknoty wchodzące w skład indeksu powinny mieć jednoznacznie określony stan zachowania
    - *dokonano standaryzacji komponentów indeksu, wprowadzając bardzo szczegółową specyfikację poszczególnych banknotów: wskazanie konkretnej odmiany banknotu, wskazanie bardzo precyzyjnie określonego, wąskiego przedziału stanu zachowania, opartego w większości o precyzyjną skalę numeryczną pochodną od skali Scheldona*
    - *upowszechnienie gradingu banknotów na rynku polskich banknotów kolekcjonerskich umożliwia obserwacje zmian cen banknotów o bardzo zbliżonych cechach, tj. walorów w tym samym lub bardzo zbliżonym stanie zachowania – zdefiniowanym przede wszystkim w oparciu o precyzyjną skalę Sheldona*
    - *strukturę indeksu w poszczególnych segmentach cenowych rynku oparto o bardzo precyzyjnie wskazane stany zachowania poszczególnych banknotów, zdefiniowane w dużej mierze o skalę Sheldona.*
    - *dla każdego banknotu określony został precyzyjny przedział stanu zachowania, w którym ceny danego banknotu są w danym okresie czasu zbliżone do siebie – i dany banknot wyłącznie w tym przedziale stanów zachowania jest ujmowany w indeksie*
  - Identyfikacja stanu zachowania banknotu powinna być niezmienna w czasie
    - *Indeks oparto w zdecydowanej większości o banknoty w stanie zachowania UNC (stan zachowania I), a więc stanie zachowania najmniej wrażliwym na interpretacje i zmienność w czasie standardów spółek gradingowych*
  - Banknot wchodzący w skład indeksu powinien być możliwie często notowany na aukcjach w ustalonym dla tego banknotu przedziale stanu zachowania:
    - *przedziały stanu zachowania określono dla danego banknotu z pominięciem stanów zachowania (not gradingowych) skrajnych, rzadko spotykanych, a więc mogących zaburzać przeciętną cenę danego waloru*
  - Banknot wchodzący w skład indeksu powinien być możliwie jednorodny, tj. określony typ banknotu nie powinien zawierać różnych podtypów czy odmian, których ceny rynkowe istotnie się od siebie różnią
    - *w strukturze indeksu zmaksymalizowano wykorzystanie banknotów cechujących się niewielkimi różnicami cenowymi ze względu na odmiany i typy (za wyjątkami, których uniknięcie wiązałoby się z brakiem reprezentacji określonego okresu historycznego) lub takich,*

- dla których różnice cenowe pomiędzy odmianami stają się nieznaczne przy przyjętym przedziale stanu zachowania*
- *w strukturze indeksu pominięto szereg banknotów, których różne odmiany osiągają znacząco różne poziomy cenowe*
2. Indeks powinien być niewrażliwy na panujące w danym okresie czasu mody
    - *w strukturze indeksu dla poszczególnych segmentów cenowych ujęto reprezentantów z różnych okresów historycznych, uwarunkowań politycznych oraz różnych emisji (typów)*
    - *warunek nie jest spełniony dla segmentu premium, jednak tutaj metodologia indeksu jest odmienna od zastosowanej dla pozostałych segmentów cenowych rynku*
  3. Indeks powinien uwzględniać potencjalnie różne zachowania cenowe w różnych segmentach cenowych rynku
    - *wprowadzono podział rynku na pięć segmentów cenowych rynku*
    - *skonstruowano odrębne indeksy dla każdego z wyodrębnionych segmentów cenowych rynku*
  4. Indeks powinien minimalizować wpływ znacznych wahań cen pojedynczego waloru
    - *strukturę indeksu poszczególnych segmentów cenowych rynku oparto na cenach 10 pozycji (12 pozycji)*
  5. Indeks powinien być niewrażliwy na wahania sezonowe
    - *wprowadzono podział okresu analizy na odcinki półroczne – neutralizujące występowanie okresów wakacyjnych lub potencjalnej kumulacji znaczących aukcji w okresie jesień/zima/wiosna*
  6. Struktura indeksu powinna zapewniać dobre odzwierciedlenie zachowania rynku przez zmiany cen wyselekcjonowanych komponentów
    - *w ramach poszczególnych segmentów cenowych rynku dokonano selekcji komponentów o zbliżonym znaczeniu dla analizowanego segmentu cenowego rynku i ustalono równe wagi dla każdego z komponentów*
  7. Indeks powinien bazować na publicznie dostępnych, wiarygodnych danych transakcyjnych
    - *precyzyjnie zdefiniowano rynek polskich banknotów kolekcjonerskich*
    - *uwzględniono wyłącznie dane cenowe z transakcji zawartych za pośrednictwem domów aukcyjnych (nie gwarantuje to pełnej wiarygodności danych transakcyjnych, lecz maksymalizuje jakość tych danych)*
    - *wykorzystano fakt upubliczniania danych transakcyjnych przez domy aukcyjne aktywne na rynku polskich banknotów kolekcjonerskich*
    - *przyjęto założenie o wiarygodności cenowych danych transakcyjnych z rynku polskich banknotów kolekcjonerskich (z korektami po weryfikacji skrajnych notowań)*
    - *nie uwzględniono danych transakcyjnych z rynku prywatnego, informacji z serwisu Allegro itp.*

## Metodologia pomiaru

Do zgromadzenia danych cenowych wykorzystane zostały publiczne informacje o transakcjach zrealizowanych za pośrednictwem polskich domów aukcyjnych, dostępne na wiodącej platformie aukcyjnej w Polsce (obejmującej także notowania od sierpnia 2022 roku dla e-aukcji organizowanych przez WCN w okresach 3-tygodniowych) oraz dane transakcyjne domu aukcyjnego *Antykwariat Numizmatyczny Michał Niemczyk*.

Za stan zachowania I (dla walorów bez opakowania *gradingowego*) przyjęto generalnie stan I "bez dodatkowych uwag", a także (poza walorami Insurekcji Kościuszkowskiej): zauważalnie centryczny druk banknotu. Banknoty *ogrodowane* uwzględnione w zestawie danych źródłowych posiadały *grading* PMG, a w sporadycznych przypadkach także GDA.



W agregacji danych cenowych wykorzystywanych do pomiaru segmentów: *niskiego*, *popularnego*, *średniego* i *wysokiego* wykorzystano ceny transakcyjne składników indeksu zrealizowane w danym półroczu, a następnie dla każdego waloru obliczono średnią arytmetyczną notowań w tym półroczu. Średnia ta została następnie potraktowana jako cena danego składnika indeksu w danym okresie – i posłużyła do kalkulacji wartości indeksu danego segmentu rynku. W sporadycznych przypadkach, gdy walor w danym stanie zachowania nie był notowany w badanym półroczu, przyjęto cenę z poprzedniego półrocza („ostatnia znana cena”).

Pominięte zostały notowania polskich banknotów kolekcjonerskich w zagranicznych domach aukcyjnych, w tym tych udostępniających informacje cenowe na wiodącej platformie aukcyjnej w Polsce.

W danych cenowych segmentu *premium* nie uwzględniono notowań rozdzielnych zestawów banknotów (w I półroczu 2024 roku pominięto także notowanie karty z trzema wzorami talarów, które mogą zostać rozdzielone). Ze względu na specyfikę segmentu *premium*, określenie wartości przeciętnego reprezentanta tego segmentu cenowego rynku oparto o medianę cen 10 najdroższych banknotów notowanych w badanym półroczu. Serie danych cenowych wykorzystane do pomiaru segmentu *premium*:

	2024 I			2023 II			2023 I			2022 II		2022 I		2021 II		2021 I			
	SNMW	GNDM	WCN	SNMW	GNDM	WCN	SNMW	GNDM	WCN	St.Sklep	SNMW	GNDM	SNMW	GNDM	SNMW	GNDM	SNMW	GNDM	WCN
1	204 000					253 000	154 700				345 100		99 120		71 980		177 000		
2		180 000				149 500			144 550				247 800	75 520		57 820		60 180	
3		168 000				143 750				120 750			203 550		63 720	43 660		37 760	
4			161 000			126 500	97 580					67 830			57 820	43 660		36 580	
5			120 000	124 950					94 400				56 640	54 280		38 940			35 400
6			115 000			109 250	69 020					36 890			49 560	30 680		33 040	
7			86 250	97 580					61 360				33 320		48 380	28 320			32 200
8	64 800					86 250	53 550						33 040	46 020		28 320		31 270	
9	58 800					76 800				50 150	32 130			46 020		24 780	24 780	30 680	
10		54 000				63 250	48 790						31 860	43 660					29 900

	2020 II			2020 I			2019 II			2019 I			2018 II			2018 I				
	SNMW	GNDM	NumisP	SNMW	GNDM	WCN	SNMW	GNDM	WCN	SNMW	GNDM	WCN	NumisP	SNMW	GNDM	WCN	Niemczyk	SNMW	GNDM	NumisP
1	350 900				80 500		230 000			253 000				201 600						126 500
2		247 250		47 150			78 200					124 775		64 960						101 200
3	85 840				46 000		69 000					96 600				52 900			73 920	
4	38 280			40 250			48 300					63 250	63 250		32 200					41 400
5			37 950			36 225	44 850	44 850					57 500		29 900					29 120
6	34 800			29 900			43 700		43 700			50 600					21 500			27 600
7		33 350		28 750			35 075			47 150				20 160						27 600
8		32 200		27 600	27 600	27 600	31 050			33 350					18 400					26 880
9		22 713								26 450					17 825					26 450
10		21 275														17 250				25 300

Odnosnie segmentu cenowego *premium* warto zauważyć, iż jest on skoncentrowany w kilku domach aukcyjnych, przy czym w całym okresie 6,5-letniej historii rynku (rynku polskich banknotów kolekcjonerskich, w rozumieniu dojrzałego rynku inwestycji alternatywnych) w tym segmencie cenowym udział powyżej 5% oferty miały tylko trzy domy aukcyjne - co pokazuje tabela notowań walorów wchodzących w skład indeksu cenowego *premium* BPL-TOP10:

	2018-2024 1H		2024 1H	
<b>wszystkie premium</b>	<b>130</b>	<b>100%</b>	<b>10</b>	<b>100%</b>
SNMW / Wójcicki PDA	63	48%	3	30%
GNDM / Marciński	40	31%	3	30%
WCN	20	15%	4	40%
NumisPoland / Numis K.	5	4%		
A.N.M.Niemczyk	1	1%		
Stary Sklep	1	1%		

### **Informacje o dokumencie**

Niniejszy dokument ma charakter informacyjno-edukacyjny. Dokument ten w żadnym stopniu nie ma charakteru zarobkowego, nie został zainspirowany niczymi sugestiami ani wskazówkami. Przyjęte założenia, metodologia badania oraz pozyskanie i opracowanie publicznie dostępnych danych w całości są efektem przemyśleń autora, analizującego zmiany cen polskich banknotów kolekcjonerskich w celach naukowych.

Autor opracowania udostępnia prezentowane tu informacje publicznie i nieodpłatnie, warunkując jednak ewentualne wykorzystanie przedstawianych tu informacji wskazaniem ich źródła.

Michał Janik, sierpień 2024