



Raport rynkowy nr 1/2025

Poznań, maj 2025 r.

Spis treści

1. Streszczenie.....	3
2. Uwarunkowania makroekonomiczne.....	9
3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym	14
4. Analiza portfeli dłużnych papierów komercyjnych w posiadaniu banków spółdzielczych.....	24
1) Sytuacja na rynku komercyjnych dłużnych papierów wartościowych	24
2) Zaangażowanie banków spółdzielczych, uczestników Systemu Ochrony SGB, w instrumenty dłużne – dane zagregowane	45
5. Porównanie efektywności wybranych do analizy obszarów inwestycyjnych dostępnych na rynku	48
1) Rynek obligacji i rynek akcji	48
2) Rynek funduszy inwestycyjnych	52

1. Streszczenie

Raport rynkowy, opracowany przez Departament Monitorowania Ryzyka i Restrukturyzacji IPS-SGB, zawiera omówienie w syntetycznej formie sytuacji na rynkach finansowych. Przybliża on w szczególności wpływ uwarunkowań makroekonomicznych w kraju i na świecie na rynki papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych oraz papierów komercyjnych, a także akcji i funduszy inwestycyjnych. Raport przygotowano według danych dostępnych na 16 maja 2025 r.

Niepewność związana z gospodarką znacząco wzrosła od poprzedniej edycji raportu. Szczególnie wzrosło znaczenie zmian, wpływających na handel międzynarodowy. Analitycy Międzynarodowego Funduszu Walutowego w bieżącej edycji przeglądu sytuacji makroekonomicznej na świecie uznali, że utrzymanie podwyższonych taryf celnych i związana z tym niepewność obniży światowy wzrost gospodarczy i podniesie inflację.

Koniunktura gospodarcza w Polsce uległa poprawie. W IV kwartale 2024 r. realny PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych przy 2020 jako roku odniesienia) zwiększył się o 1,3% k/k i o 3,7% r/r. Realny PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) wzrósł o 3,2% r/r, na co złożyło się zwiększenie popytu krajowego i ujemne saldo obrotów handlu zagranicznego. Wpływ popytu krajowego na gospodarkę był pozytywny i wyniósł 4,5 p.p.

W I kwartale 2025 r. produkcja sprzedana przemysłu (w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących od 9 osób wzwyż) była o 0,3% r/r wyższa. W większości głównych grupowań przemysłowych odnotowano wzrost produkcji sprzedanej w skali roku, z wyjątkiem produkcji dóbr związanych z energią. Spośród 34 działów przemysłu, w 19 produkcja sprzedana była wyższa niż w analogicznym okresie ub.r.

Niemrawo rozwija się działalność budowlano-montażowa. W I kwartale 2025 r. produkcja budowlano-montażowa (w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących od 9 osób wzwyż) była wyższa tylko o 0,2% r/r. Sprzedaż robót budowlanych wzrosła w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. głównie w jednostkach zajmujących się specjalistycznymi robotami budowlanymi. Spadek sprzedaży odnotowano natomiast w przedsiębiorstwach specjalizujących się w budowie budynków.

Krucha jest koniunktura w rolnictwie. Z cyklicznie prowadzonych na ten temat badań Instytutu Rozwoju Gospodarczego Szkoły Głównej Handlowej (IRG SGH) wynika jednak, że choć w IV kwartale 2024 r. koniunktura pogorszyła się, to skala tego osłabienia była mniejsza

niż zazwyczaj o tej porze. Wyniki te potwierdzają badania GUS, według których w drugim półroczu 2024 r. rolnicy mniej negatywnie, niż w poprzednich okresach, ocenili zmiany ogólnej sytuacji prowadzonych przez siebie gospodarstw rolnych. Również prognozy na pierwsze półrocze 2025 r. były mniej pesymistyczne.

Filarem wzrostu gospodarczego jest krajowa konsumpcja. Według wstępnych szacunków GUS w I kwartale 2025 r. sprzedaż detaliczna, zrealizowana przez przedsiębiorstwa handlowe i niehandlowe o liczbie pracujących od 9 osób wzwyż, była o 1,4% wyższa niż przed rokiem. W skali roku w większości grup sprzedaż detaliczna była wyższa niż rok wcześniej, w tym największy jej wzrost odnotowano w podmiotach handlujących pojazdami samochodowymi, motocyklami, częściami. Wzrosła również, po spadkach w I kwartale 2024 r., sprzedaż w grupach: tekstylia, odzież, obuwie oraz meble, rtv, agd.

Nie uległa odwróceniu sytuacja w wymianie handlowej z zagranicą. W I kwartale 2025 r. obroty towarowe handlu zagranicznego wyniosły w cenach bieżących 372,79 mld zł w eksporcie (spadek o 2,7%) oraz 381,70 mld zł w imporcie (wzrost o 3,3%). Ujemne saldo wyniosło 8,0 mld zł. Negatywny wpływ na dynamikę eksportu miało dalsze zmniejszenie sprzedaży zagranicznej części motoryzacyjnych oraz towarów konsumpcyjnych trwałego użytku. Największy wzrost przywozu nastąpił za to w towarach konsumpcyjnych.

Początek 2025 r. przyniósł spowolnienie wzrostu cen. Taniejące paliwa były jednym z najsilniejszych czynników dezinflacyjnych, obniżających wskaźnik CPI. Zahamowany został też wzrost cen nośników energii. Odczyt wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych za kwiecień 2025 r. wskazał na jego spadek do poziomu 4,3% r/r.

Dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych cały czas pozostaje niższa niż dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw. W marcu 2025 r. wynagrodzenie to powiększyło się nominalnie o 7,7% r/r i o 5,1% m/m. Realny fundusz płac wzrósł 20 miesiąc z rzędu, ale już tylko o niespełna 2,0% r/r. Tempo wzrostu płac maleje, choć jego podtrzymaniu sprzyja stabilna sytuacja na rynku pracy. Przejawia się ona w stabilizacji stopy bezrobocia rejestrowanego, oscylującej wokół 5,0%.

W 2025 r. można się spodziewać przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, dzięki czemu PKB wzrośnie o przeszło ok. 3,0%. W pierwszej połowie roku głównym filarem wzrostu będzie konsumpcja prywatna i publiczna. W kolejnych miesiącach, w warunkach malejącej niepewności odnośnie do przyszłego stanu koniunktury, nasili się pozytywne oddziaływanie aktywności inwestycyjnej, stymulowanej napływem środków unijnych, pochodzących z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności oraz z nowej perspektywy finansowej UE. Spodziewany spadek stóp procentowych polepszy warunki finansowania, a to będzie

sprzyjać nie tylko aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw prywatnych, ale i działalności zakupowej konsumentów. W rezultacie nastąpi odbicie popytu inwestycyjnego oraz popytu konsumpcyjnego.

Nie osłabnie negatywne oddziaływanie handlu zagranicznego na wzrost gospodarczy w Polsce. Zamieszanie związane z decyzjami poszczególnych państw w sprawie taryf celnych i zaostrzenie napięć handlowych pogorszą aktywność gospodarczą na świecie, a w szczególności mogą opóźnić poprawę koniunktury w strefie euro. Działania, zapowiedziane przez prezydenta Stanów Zjednoczonych, D. Trumpa, i realizowane przez amerykańską administrację mogą osłabić eksport z krajów UE, a przez to obniżyć skalę zamówień, kierowanych z firm z rynku unijnego do polskich przedsiębiorstw.

Biorąc pod uwagę, że w lipcu 2025 r. inflacja cen energii osłabnie wskutek oddziaływania efektu bazy (skutek podwyżki cen energii w lipcu 2024 r.), z tego samego powodu osłabnie też impet wzrostu cen żywności (skutek przywrócenia stawek VAT na żywność w kwietniu 2024 r.), można oczekiwać dalszego obniżania się wskaźnika CPI do poziomu ok. 3,5% i mniej w drugiej połowie roku. Otwiera to drzwi dla dostosowywania podstawowych stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej.

W kwietniowym przeglądzie stabilności finansowej na świecie Międzynarodowy Fundusz Walutowy ocenił, że ryzyka zagrażające utrzymaniu stabilności finansowej na świecie są podwyższone. Wynika to z trzech głównych przesłanek.

Po pierwsze, mimo obserwowanych zaburzeń w wymianie zagranicznej wyceny instrumentów w niektórych segmentach rynku kapitałowego są wciąż wysokie. To oznacza, że jeśli perspektywy makroekonomiczne będą się nadal pogarszać, wówczas może dojść do dostosowania cenowego i przeceny tych instrumentów. Po drugie, część instytucji finansowych, działających w oparciu o strategię wysokiej dźwigni, takich jak fundusze hedgingowe, może w warunkach podwyższonej zmienności rynkowej zostać zmuszona do szybkiego ograniczania otwartych pozycji. I wreszcie po trzecie, turbulencje rynkowe mogą być powiązane z ograniczeniem płynności rynków długu.

W warunkach rosnącej niepewności władze monetarne największych gospodarczo krajów świata zahamowały tempo łagodzenia polityki pieniężnej. W Stanach Zjednoczonych Federalny Komitet Otwartego Rynku na posiedzeniach we wrześniu, listopadzie i grudniu 2024 r. zdecydował o obniżce stopy funduszy federalnych do przedziału 4,25–4,50%. Po tej ostatniej obniżce Komitet uznał, że nie ma pośpiechu z dalszym dostosowywaniem polityki pieniężnej.

Natomiast Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego na posiedzeniach we wrześniu, październiku i grudniu 2024 r., a następnie w styczniu, marcu, kwietniu 2025 r. dokonała cyklu obniżek podstawowych stóp procentowych w strefie euro. Rada obniżyła stopę referencyjną łącznie z 4,25% do 2,40%. Na kwietniowym posiedzeniu Rada uznała, że procesy dezinflacyjne przebiegają zgodnie z oczekiwaniami. Oceniała, że perspektywy makroekonomiczne pogorszyły się wskutek napięć wywołanych polityką handlową Stanów Zjednoczonych. Jednocześnie w komunikacie, wydanym po posiedzeniu, nie wskazano już, że poziom stóp procentowych po obniżce jest restrykcyjny. Oznacza to, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro zbliża się ku końcowi.

RPP na kwietniowym posiedzeniu stwierdziła, iż napływające informacje sygnalizują, iż inflacja w kolejnych kwartałach może być niższa niż oczekiwano. Za to Prezes Narodowego Banku Polski A. Głapiński na konferencji prasowej po tym posiedzeniu ogłosił zmianę nastawienia w polityce pieniężnej i zapowiedział obniżki. Podczas konferencji padały różne zapowiedzi: jednej obniżki stopy referencyjnej o 50 p.b. w 2025 r., choć A. Głapiński nie wykluczył i dwóch obniżek o 50 p.b., ale z zastrzeżeniem, że obniżki mogą mieć też wymiar 25 p.b., jeśli dane nie będą w wystarczającym stopniu potwierdzać trwałości obniżenia wskaźnika CPI. Stwierdził, że docelowo widzi stopę referencyjną na poziomie 3,5% w 2026 r.

Na majowym posiedzeniu RPP postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 0,50 p.p., redukując stopę referencyjną do poziomu 5,25%. Jedna z niewielu zmian, wprowadzonych do komunikatu wydanego po posiedzeniu w porównaniu z poprzednim miesiącem, czyli wzmianka o dostosowaniu stóp, stanowi sugestię, że obniżka nie jest rozpoczęciem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Na konferencji prasowej dzień po posiedzeniu prezes NBP A. Głapiński zasugerował, że kolejne obniżki mogą nastąpić jesienią, choć nie wykluczył wcześniejszego terminu. Prezes NBP nie zaprzeczył, że podjęcie takiej decyzji możliwe jest w lipcu, gdy opublikowana zostanie nowa projekcja inflacyjna.

Zakładając, że majowa decyzja RPP nie stanowi otwarcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, można się spodziewać kolejnych obniżek stóp procentowych NBP. Notowania kontraktów terminowych na trzymiesięczną stopę procentową w polskiej walucie zaczęły silnie dyskontować obniżki podstawowych stóp procentowych już na początku kwietnia. Również notowania obligacji zaczęły wyceniać obniżki. Rentowność 2-letnich obligacji skarbowych, pozostająca przez większość ostatnich sześciu miesięcy na poziomie przewyższającym 5,0%, spadła z 5,1% na koniec marca 2025 r. do ok. 4,3% pod koniec kwietnia 2025 r. Wzrost cen skarbowych papierów wartościowych hamuje jednak wysoka ich podaż na rynku pierwotnym, w związku ze znacznymi potrzebami pożyczkowymi.

Kwiecień i maj przyniosły również znaczne zawirowania na rynku walutowym, na którym doszło do istotnego podwyższenia zmienności notowań głównych walut. Na kurs złotego oddziaływał głównie sentyment na rynku globalnym i wzrost awersji do ryzyka po wprowadzeniu przez amerykańską administrację drakońskich stawek celnych i sugestiach prezydenta D. Trumpa o możliwym usunięciu ze stanowiska prezesa Systemu Rezerwy Federalnej J. Powella. Wysoka niepewność odnośnie do strategii i taktyki polityki handlowej (nakładanie i zawieszanie cel), realizowanej przez prezydenta D. Trumpa, powstrzymywała część inwestorów przed lokowaniem kapitału w amerykańskiej walucie. Dlatego też obserwowano głębsze i trwalsze umocnienie złotego wobec dolara przy względnej stabilizacji kursu złotego wobec euro, który już pod koniec kwietnia powrócił do poziomu zbliżonego do 4,3 EUR/PLN.

Polska waluta pozostawała też wrażliwa na liczne i często wzajemnie sprzeczne doniesienia na temat przebiegu rozmów w sprawie zawarcia porozumienia między Rosją a Ukrainą. Osłabienie oczekiwań na zawarcie pokoju przekładało się negatywnie na wycenę ryzykownych aktywów, w tym na wycenę polskiego złotego.

W dłuższym okresie wyceny polskiego długu będą się natomiast zmieniać równolegle do nasilania się oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Polsce. Jednak skalę umocnienia polskich dłużnych papierów wartościowych i polskiej waluty hamować będzie polityka fiskalna, obciążona krótkoterminowymi ryzykami. Wyrażają się one w utrzymywaniu podwyższonego deficytu sektora finansów publicznych i w relatywnie szybko rosnącym długu publicznym. Notowania obligacji skarbowych będzie utrzymywać w ryzach wysoki popyt ze strony banków, jako że w 2025 r. zapadnie część obligacji wyemitowanych przez BGK i PFR, znajdujących się w posiadaniu banków, których szacunkowa wartość to ok. 50 mld zł.

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

W analizowanym w raporcie półroczu (od października 2024 r. do marca 2025 r.) na rynku publicznym dłużnych papierów wartościowych nastąpił dalszy ciąg hossy – wartość uplasowanych na rynku emisji wyniosła 84,3 mld zł i wzrosła nominalnie o blisko 12,5 mld zł (17,3%). W porównaniu do końca marca roku ubiegłego wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła jeszcze wyraźniej, o 20,5 mld zł, tj. o 32,2%,

a w okresie pomiędzy marcem 2023 r. a marcem 2025 r. wzrost wyniósł aż 35,9 mld zł (74,0%). Tylko w okresie pierwszych trzech miesięcy br. wzrost wyniósł 3,1 mld zł (3,8%).

Na koniec marca br. na rynku obecnych było 140 emitentów: 82 przedsiębiorstwa, 56 samorządów i dwa banki spółdzielcze. Liczba uplasowanych serii obligacji wzrosła w skali roku o 134. Najwyższy ilościowy przyrost – o 85 serii rok do roku – odnotowała kategoria obligacji komunalnych.

Na rynku wtórnym obligacji przedsiębiorstw w ciągu dwóch ostatnich kwartałów zawarto 58 669 transakcji (wzrost o 15,6%). Wartość obrotów przekroczyła w tym czasie 1,2 mld zł i był to wynik o 10,0% lepszy od uzyskanego w trakcie poprzedniego półrocznego okresu. Na wzrost ten wpłynął przede wszystkim obrót uzyskany w pierwszych trzech miesiącach 2025 r., które były pierwszym w historii Catalyst okresem z obrotami przekraczającymi 600 mln zł. Nadal do najchętniej kupowanych obligacji zaliczały się papiery dużych spółek państwowych oraz największych prywatnych deweloperów.

Po kolejnych miesiącach marazmu główny indeks polskiej giełdy z końcem ubiegłego roku ruszył ostro w górę, co doprowadziło w dniu 25 marca br. do osiągnięcia przez WIG20 wartości 2 800 punktów, notowanej ostatnio 14 lat temu. Marzec br. zakończył się na nieco niższym poziomie, wynoszącym 2689 pkt., co i tak wystarczyło, aby w horyzoncie sześciu miesięcy, zapoczątkowanych w październiku ub.r., odnotować wyższy wzrost (o 16,1%) od wszystkich największych giełd europejskich.

W analizowanym okresie SGB Dłużny SFIO odnotował przeciętne wyniki. Najkrótsze horyzonty czasowe (miesiąc, kwartał) przyniosły ujemne stopy zwrotu, choć zbieżne ze średnią odnotowaną przez konkurencyjne fundusze. W dłuższych okresach stopy zwrotu pozostawały dodatnie. Jedynie w horyzoncie miesięcznym i trzyletnim fundusz znalazł się w „górnej połowie” grupy porównawczej, jednak nawet w tych przypadkach były to pozycje poza pierwszą dziesiątką najlepiej zarządzanych funduszy. Pozytywna w tej sytuacji jest relatywna (w stosunku do poprzedniego raportu) poprawa wyników w porównaniu do innych funduszy klasyfikowanych w tej samej kategorii.

2. Uwarunkowania makroekonomiczne

Niepewność związana z gospodarką znacząco wzrosła od poprzedniej edycji raportu. Szczególnie wzrosło znaczenie zmian, wpływających na handel międzynarodowy. Nakładanie nowych taryf celnych może bowiem doprowadzić do obniżenia inwestycji, zaburzeń w łańcuchach dostaw, zakłócić wymianę zagraniczną, a przez to zahamować wzrost gospodarczy na świecie. Dodatkowo, dalsze wahania kursu amerykańskiego dolara mogą zaburzyć przepływy kapitału i powiększyć globalną nierównowagę w tym zakresie.

Analitycy Międzynarodowego Funduszu Walutowego w bieżącej edycji przeglądu sytuacji makroekonomicznej na świecie uznali, że utrzymanie podwyższonych taryf celnych i związana z tym niepewność obniży światowy wzrost gospodarczy i podniesie inflację. Jeżeli napięcia handlowe między Stanami Zjednoczonymi a innymi krajami się zaostrzą, zwiększy to i tak wysoką niepewność, spowoduje większą zmienność na rynkach finansowych i jeszcze bardziej zaostrzy warunki finansowe.

Koniunktura gospodarcza w Polsce uległa poprawie. W IV kwartale 2024 r. realny PKB wyrównany sezonowo (w cenach stałych przy 2020 jako roku odniesienia) zwiększył się o 1,3% k/k i o 3,7% r/r. Realny PKB niewyrównany sezonowo (w cenach stałych średniorocznych roku poprzedniego) wzrósł o 3,2% r/r, na co złożyło się zwiększenie popytu krajowego i ujemne saldo obrotów handlu zagranicznego.

Wpływ popytu krajowego na gospodarkę był pozytywny i wyniósł 4,5 p.p. Złożyły się na to pozytywne wpływy spożycia ogółem i akumulacji brutto. Wpływ spożycia w sektorze gospodarstw domowych wyniósł 1,8 p.p., a wpływ spożycia publicznego 0,6 p.p. Wpływ popytu inwestycyjnego na PKB wyniósł 0,3 p.p., zmiana stanu zapasów dodała 1,8 p.p. W IV kwartale 2024 r. odnotowano jednak ujemny wpływ eksportu netto na tempo wzrostu gospodarczego, który wyniósł -1,3 p.p.

Według szacunków GUS w 2024 r. produkcja sprzedana przemysłu ogółem była o 0,3% wyższa niż w 2023 r. (kiedy również notowano jej wzrost w skali roku o 0,3%). Wzrost produkcji sprzedanej w 2024 r. nastąpił tylko w produkcji dóbr konsumpcyjnych trwałych oraz nietrwałych – odpowiednio o 3,6% r/r oraz o 3,3% r/r. W pozostałych głównych grupowaniach przemysłowych (w produkcji dóbr zaopatrzeniowych, dóbr związanych z energią i dóbr inwestycyjnych) sprzedaż produkcji była niższa niż w 2023 r.

W I kwartale 2025 r. było podobnie. Produkcja sprzedana przemysłu (w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących od 9 osób wzwyż) była o 0,3% r/r wyższa. W większości głównych grupowań przemysłowych odnotowano wzrost produkcji sprzedanej

w skali roku, z wyjątkiem produkcji dóbr związanych z energią, gdzie wystąpił spadek (o 9,9%). Spośród 34 działów przemysłu, w 19 produkcja sprzedana była wyższa niż w analogicznym okresie ub.r. Wzrost sprzedaży notowano m.in. w przedsiębiorstwach zajmujących się głównie produkcją metali, naprawą, konserwacją i instalowaniem maszyn i urządzeń, produkcją komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych, wyrobów z drewna, pozostałego sprzętu transportowego. Spadek obserwowano w 14 działach przemysłu, m.in. w podmiotach specjalizujących się w eksportowej produkcji urządzeń elektrycznych oraz produkcji pojazdów samochodowych, przyczep i naczep.

Niemrawo rozwija się działalność budowlano-montażowa. Według GUS w 2024 r. produkcja budowlano-montażowa ogółem (łącznie z przedsiębiorstwami o liczbie pracujących do 9 osób) obniżyła się w porównaniu z poprzednim rokiem o około 8,0% (wobec wzrostu o 4,1% w 2023 r.). Najmniejszy spadek odnotowano w przedsiębiorstwach specjalizujących się w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej, co można wiązać z silniejszą absorpcją środków europejskich. Najsłabiej rósł segment budowy budynków.

W I kwartale 2025 r. produkcja budowlano-montażowa (w przedsiębiorstwach o liczbie pracujących od 9 osób wzwyż) była wyższa tylko o 0,2% r/r. Sprzedaż robót budowlanych wzrosła w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. głównie w jednostkach zajmujących się specjalistycznymi robotami budowlanymi. Spadek sprzedaży odnotowano natomiast w przedsiębiorstwach specjalizujących się w budowie budynków.

W budownictwie mieszkaniowym w całym 2024 r. łącznie oddano do użytkowania 199,9 tys. mieszkań, i było to o 9,6% r/r mniej niż w 2023 r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 124,3 tys. mieszkań (mniej o 9,6% r/r), a inwestorzy indywidualni – 69,8 tys. mieszkań (mniej o 12,1% r/r). Początek 2025 r. był słabszy. Według wstępnych danych w I kwartale 2025 r. oddano do użytkowania 46,1 tys. mieszkań, mniej o 4,6% r/r. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 27,7 tys. mieszkań – o 4,7% r/r mniej, natomiast inwestorzy indywidualni oddali 17,1 tys., o 5,7% mniej. Liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (40,4 tys.) była niższa o 20,8% r/r, a dla inwestorów indywidualnych (18,3 tys.) – wyższa o 4,6% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 36,5 tys. mieszkań (o 13,0% mniej r/r), a inwestorzy indywidualni – do budowy 18,0 tys. mieszkań (o 5,5% r/r więcej).

Krucha jest koniunktura w rolnictwie. Z cyklicznie prowadzonych na ten temat badań Instytutu Rozwoju Gospodarczego Szkoły Głównej Handlowej (IRG SGH) wynika jednak, że choć w IV kwartale 2024 r. koniunktura pogorszyła się, to skala tego osłabienia była mniejsza niż zazwyczaj o tej porze. Nastąpiła poprawa nastrojów rolników. Wzrosły zakupy nawozów i pasz oraz inwestycje w maszyny i urządzenia. Wyniki te potwierdzają badania GUS, według

których w drugim półroczu 2024 r. rolnicy mniej negatywnie niż w poprzednich okresach ocenili zmiany ogólnej sytuacji prowadzonych przez siebie gospodarstw rolnych. Również prognozy na pierwsze półrocze 2025 r. były mniej pesymistyczne.

Filarem wzrostu gospodarczego jest krajowa konsumpcja. Według wstępnych szacunków GUS w 2024 r. sprzedaż detaliczna ogółem, zrealizowana przez przedsiębiorstwa handlowe i niehandlowe łącznie z przedsiębiorstwami o liczbie pracujących do 9 osób, była o 1,0% wyższa niż w roku poprzednim (w 2023 r. odnotowano spadek o 4,5%).

Według wstępnych szacunków GUS w I kwartale 2025 r. sprzedaż detaliczna, zrealizowana przez przedsiębiorstwa handlowe i niehandlowe o liczbie pracujących od 9 osób wzwyż, była o 1,4% wyższa niż przed rokiem. W skali roku większości grup sprzedaż detaliczna była wyższa niż rok wcześniej, w tym największy jej wzrost odnotowano w podmiotach handlujących pojazdami samochodowymi, motocyklami, częściami. Wzrosła również, po spadkach w I kwartale 2024 r., sprzedaż w grupach: tekstylia, odzież, obuwie oraz meble, rtv, agd. Nieznaczny wzrost sprzedaży odnotowano także w jednostkach handlujących paliwami. Niższa niż przed rokiem była natomiast sprzedaż m.in. w największej grupie, tj. żywność, napoje i wyroby tytoniowe.

Nie uległa odwróceniu sytuacja w wymianie handlowej z zagranicą. Obroty towarowe handlu zagranicznego, zgodnie z danymi GUS, w 2024 r. wyniosły w cenach bieżących 1 512,2 mld zł w eksporcie (spadek o 6,3% r/r) oraz 1 509,2 mld zł w imporcie (spadek o 3,8% r/r). Dodatnie saldo ukształtowało się na poziomie 3,0 mld zł, wobec 45,1 mld zł rok temu.

W I kwartale 2025 r. obroty towarowe handlu zagranicznego, zgodnie z danymi GUS, wyniosły w cenach bieżących 372,79 mld zł w eksporcie (spadek o 2,7%) oraz 381,70 mld zł w imporcie (wzrost o 3,3%). Ujemne saldo wyniosło 8,0 mld zł. Negatywny wpływ na dynamikę eksportu miało dalsze zmniejszenie sprzedaży zagranicznej części motoryzacyjnych oraz towarów konsumpcyjnych trwałego użytku. Największy wzrost przywozu nastąpił za to w towarach konsumpcyjnych. Po wielu miesiącach spadków w marcu 2025 r. zwiększył się także import towarów zaopatrzeniowych.

Niekorzystne zewnętrzne tendencje popytowe (słaba koniunktura w UE) i rynkowe (wysoka niepewność) hamują polski eksport. Jednocześnie wraz z poprawą aktywności gospodarczej w Polsce rosną zakupy zagranicznych towarów. Efektem jest systematyczne pogarszanie się salda obrotów towarowych i wzrost negatywnego oddziaływania wymiany z zagranicą na tempo zmian polskiego PKB.

Średnioroczny wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w 2024 r. wyniósł 3,6% i był znacznie mniejszy od notowanego w 2023 r. (11,4%). Kształtował się jednak powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego. Towary konsumpcyjne podrożały w 2024 r. o 2,6%, a usługi – o 6,6%.

Początek 2025 r. przyniósł spowolnienie wzrostu cen. Obserwowano dalszy spadek cen paliw do prywatnych środków transportu. Taniejące paliwa były jednym z najsilniejszych czynników dezinflacyjnych. Zahamowany został też wzrost cen nośników energii. Finalny odczyt wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych za kwiecień 2025 r. wskazał na jego spadek do poziomu 4,3% r/r.

Dynamika cen dóbr i usług konsumpcyjnych cały czas pozostaje niższa niż dynamika przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw. Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw (w jednostkach o liczbie pracujących powyżej 9 osób) w 2024 r. wyniosło 8 265,92 zł i było o 11,0% r/r wyższe. Jego siła nabywcza zwiększyła się o 7,0% (wobec wzrostu o 0,5% w 2023 r.).

W marcu 2025 r. przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw powiększyło się nominalnie o 7,7% r/r i o 5,1% m/m. Realny fundusz płac wzrósł 20 miesiąc z rzędu, ale już tylko o niespełna 2,0% r/r. Tempo wzrostu płac maleje, choć jego podtrzymaniu sprzyja stabilna sytuacja na rynku pracy.

Tabela 1. Prognozy wskaźników makroekonomicznych w latach 2025–2026 (w %, stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026
PKB (r/r)	3,2	3,2	3,4	3,4	3,5	3,6
Konsumpcja prywatna (r/r)	1,8	2,6	3,3	3,4	3,6	3,6
Inwestycje (r/r)	4,5	7,0	8,5	10,0	7,6	6,4
CPI (r/r)	4,9	4,0	3,6	3,5	3,4	3,3
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,3	5,0	4,8	5,0	5,3	4,7

Źródło: prognozy IPS-SGB.

W 2025 r. można się spodziewać przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, dzięki czemu w całym roku PKB wzrośnie o przeszło 3,0%. W pierwszej połowie roku głównym filarem wzrostu będzie konsumpcja prywatna i publiczna. W kolejnych miesiącach, w warunkach malejącej niepewności odnośnie do przyszłego stanu koniunktury, nasili się pozytywne oddziaływanie aktywności inwestycyjnej, stymulowanej napływem środków

unijnych, pochodzących z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności oraz z nowej perspektywy finansowej UE.

Wzrost inwestycji publicznych pociągnie za sobą wzmożoną aktywność w działalności budowlano-montażowej, zwłaszcza w zakresie robót inżynierskich i specjalistycznych. Doprowadzi to do wzrostu popytu w przemyśle, w działach związanych z budownictwem (chemia budowlana, stal i wyroby stalowe, wyposażenie w dobra trwałego użytku), a także ożywienia w transporcie. Spodziewany spadek stóp procentowych polepszy warunki finansowania, a to będzie sprzyjać nie tylko aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw prywatnych, ale i działalności zakupowej konsumentów. W rezultacie nastąpi odbicie popytu inwestycyjnego oraz popytu konsumpcyjnego.

Nie osłabnie negatywne oddziaływanie handlu zagranicznego na wzrost gospodarczy w Polsce. Zamieszanie związane z decyzjami poszczególnych państwa w sprawie taryf celnych i zaostrenie napięć handlowych pogorszą aktywność gospodarczą na świecie, a w szczególności mogą opóźnić poprawę koniunktury w strefie euro. Działania, zapowiedziane przez prezydenta Stanów Zjednoczonych, D. Trumpa, i realizowane przez amerykańską administrację mogą osłabić eksport z krajów UE, a przez to obniżyć skalę zamówień, kierowanych z firm z rynku unijnego do polskich przedsiębiorstw.

Biorąc pod uwagę, że w lipcu 2025 r. inflacja cen energii osłabnie wskutek oddziaływania efektu bazy (skutek podwyżki cen energii w lipcu 2024 r.), z tego samego powodu osłabnie też impet wzrostu cen żywności (skutek przywrócenia stawek VAT na żywność w kwietniu 2024 r.), można oczekiwać dalszego obniżania się wskaźnika CPI do poziomu ok. 3,5% i mniej w drugiej połowie roku. Otwiera to drzwi dla rozpoczęcia dostosowywania podstawowych stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej (RPP).

Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje sytuacja geopolityczna i niepewność gospodarcza. Przedłużanie się wojny Rosji z Ukrainą może przełożyć się na okresowe wzrosty cen surowców energetycznych. Z kolei zaburzenia w wymianie handlowej mogą wpłynąć na wzrost cen towarów importowanych oraz ograniczyć inwestycje. Głębsze od oczekiwań spowolnienie koniunktury może też skłonić inwestorów do ograniczenia apetytu na ryzyko i wycofania kapitału do tzw. bezpiecznych przystani. W ostatnim czasie wzrosło też znaczenie nieoczekiwanych wydarzeń, spowodowanych zmianami klimatycznymi, jak ostatnia powódź na południowym zachodzie Polski.

3. Sytuacja na rynku stopy procentowej i na rynku walutowym

W kwietniowym przeglądzie stabilności finansowej na świecie Międzynarodowy Fundusz Walutowy ocenił, że ryzyka zagrażające utrzymaniu stabilności finansowej na świecie są podwyższone. Wynika to z trzech głównych przesłanek.

Po pierwsze, mimo obserwowanych zaburzeń w wymianie zagranicznej wyceny instrumentów w niektórych segmentach rynku kapitałowego są wciąż wysokie. To oznacza, że jeśli perspektywy makroekonomiczne będą się nadal pogarszać, wówczas może dojść do dostosowania cenowego i przeceny tych instrumentów. Skala tej przeceny może być najwyższa na rynkach krajów gospodarek wschodzących i rozwijających się. Waluty tych państw mogą ulegać znacznej deprecjacji. Jednocześnie oczekiwania na obniżki podstawowych stóp procentowych mogą wpływać na spadek atrakcyjności strategii *carry trade*, co z kolei może wpłynąć na odpływ kapitału z tych państw.

Po drugie, część instytucji finansowych, działających w oparciu o strategię wysokiej dźwigni, takich jak fundusze hedgingowe, może w warunkach podwyższonej zmienności rynkowej zostać zmuszona do szybkiego ograniczania otwartych pozycji. Może to przyczynić się do zwiększenia skali ewentualnej wyprzedaży.

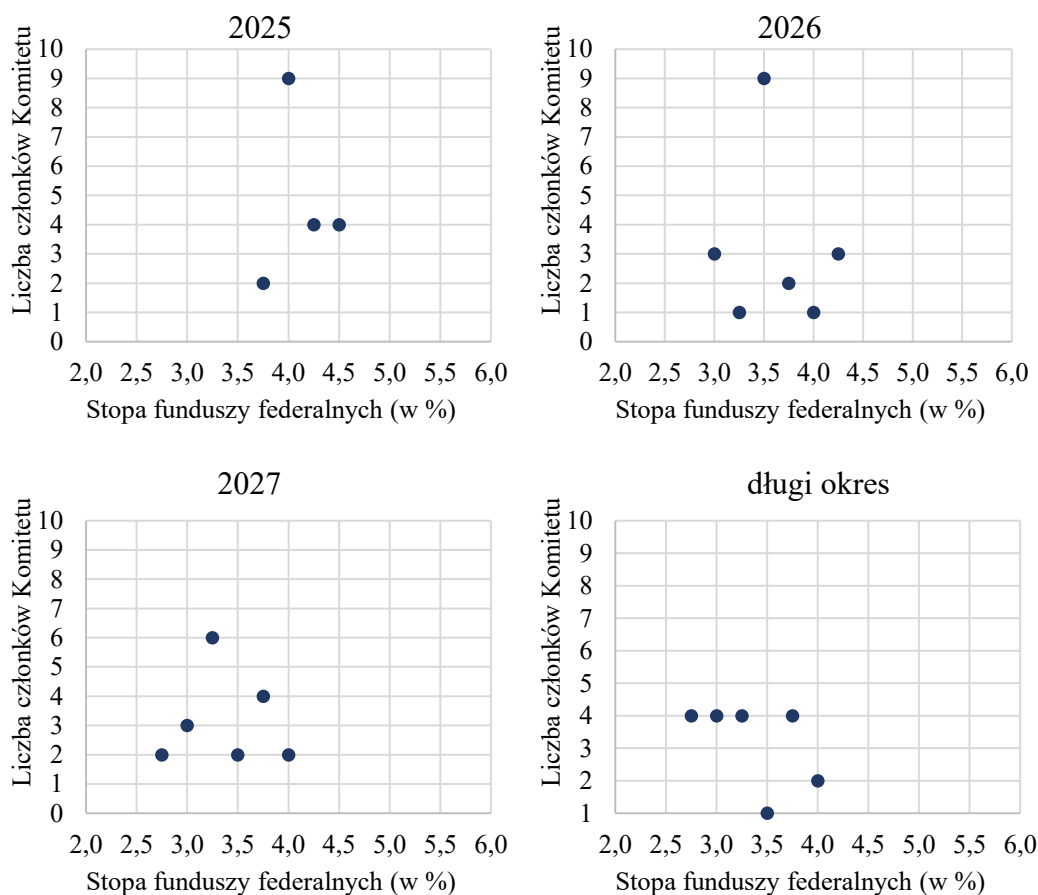
I wreszcie po trzecie, turbulencje rynkowe mogą być powiązane z ograniczeniem płynności rynków długu. To zaś w warunkach wzrostu niepewności, przekładającej się na żądanie przez inwestorów wyższej premii za ryzyko, może dodatkowo wywołać efekt przeceny papierów dłużnych emitentów o wysokim stopniu zadłużenia. Wzmocniłoby to dodatkowo skalę zaburzeń na rynku finansowym.

W warunkach rosnącej niepewności władze monetarne największych gospodarczo krajów świata zahamowały tempo łagodzenia polityki pieniężnej. W Stanach Zjednoczonych Federalny Komitet Otwartego Rynku na posiedzeniach we wrześniu, listopadzie i grudniu 2024 r. zdecydował o obniżce stopy funduszy federalnych do przedziału 4,25–4,50%. Po tej ostatniej obniżce Komitet uznał, że nie ma pośpiechu z dalszym dostosowywaniem polityki pieniężnej.

W komunikacie wydanym po marcowym posiedzeniu Komitetu zaznaczono, że zwiększyła się niepewność odnośnie do perspektyw makroekonomicznych. Potwierdził to podczas konferencji prasowej po posiedzeniu J. Powell, przewodniczący Komitetu. Stwierdził, że choć dokładne określenie wpływu zmian amerykańskich taryf celnych oraz reakcję innych państwa na te zmiany na inflację jest obecnie trudne, to była to przesłanka zmiany

krótkookresowych prognoz inflacyjnych. Stwierdził, że nie trzeba się spieszyć z obniżkami stopy funduszy federalnych.

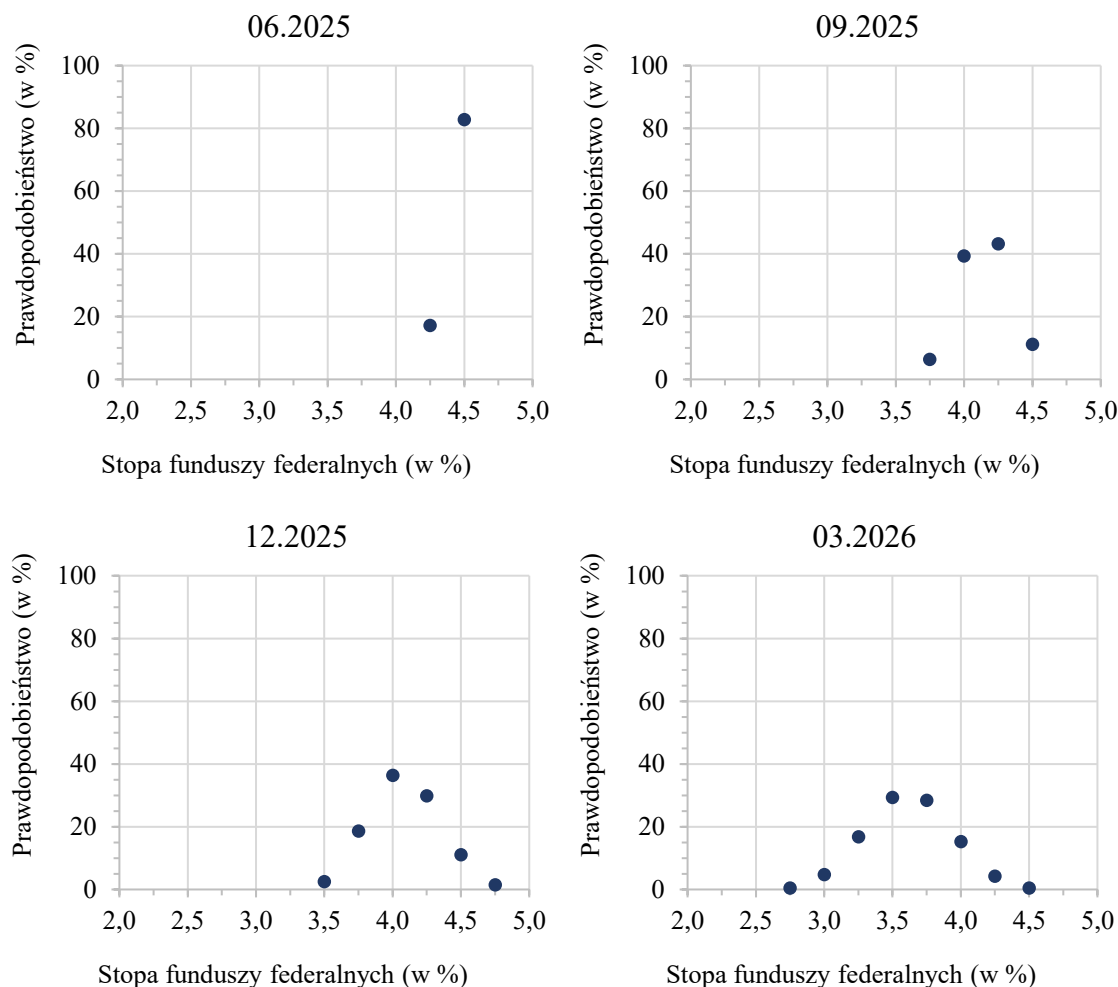
Wykres 1. Prognozy górnej granicy przedziału stopy funduszy federalnych, sformułowane przez członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku w marcu 2025 r.



Źródło: System Rezerwy Federalnej.

Protokół z marcowego posiedzenia Federalnego Komitetu Otwartego Rynku potwierdził, iż jego członkowie obawiali się, że inflacja może przez dłuższy czas pozostawać podwyższona. Jako główną tego przyczynę wskazali na podwyższenie stawek celnych przez administrację prezydenta D. Trumpa. Dostrzegli jednocześnie osłabienie sytuacji na rynku pracy. Oceniając koniunkturę w Stanach Zjednoczonych stwierdzili, że tempo zmian w I kwartale 2025 r. będzie wyraźnie niższe, niż w IV kwartale 2024 r. Komitet zachował ostrożnościowe podejście także w maju, kiedy to pozostawił bez zmian stopę funduszy federalnych.

Wykres 2. Implikowany poziom stopy funduszy federalnych na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 10 maja 2025 r.



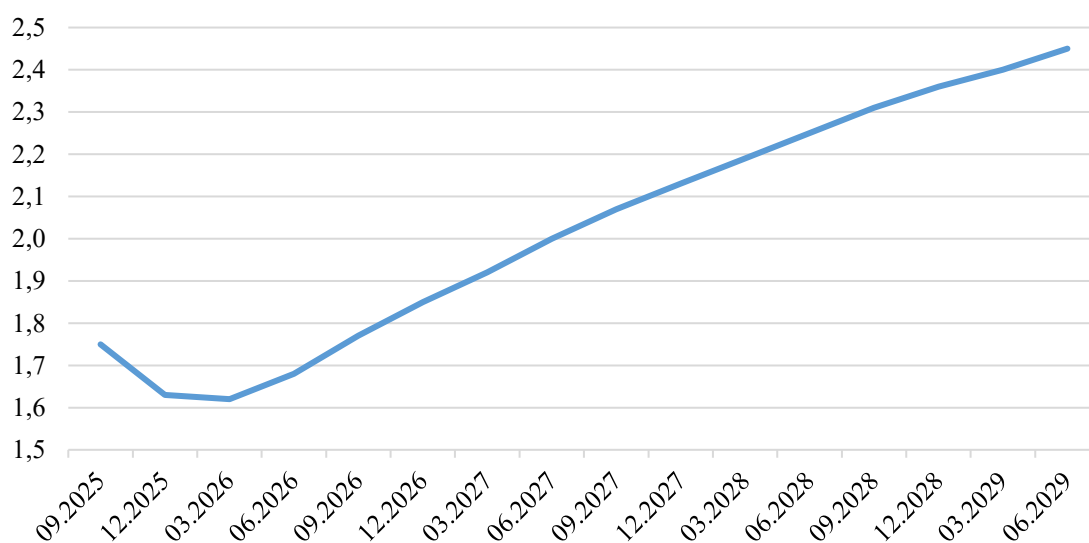
Źródło: CME FedWatch Tool.

Z komunikacji z rynkiem przebija duża ostrożność członków Komitetu, a to oznacza, że tempo łagodzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych spowolni. Zgodnie z marcowymi prognozami członkowie Komitetu zakładają, że stopa funduszy federalnych zostanie obniżona w 2025 r. do przedziału 3,75–4,0%, czyli o 50 p.b. W 2026 r. stopa ta ma zostać zredukowana do przedziału 3,25–3,75%, a w 2027 r. ma zostać sprowadzona do poziomu ok. 3,0%, zbieżnego z docelowym kształtowaniem stopy funduszy federalnych w długim okresie.

Natomiast Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego na posiedzeniach we wrześniu, październiku i grudniu 2024 r., a następnie w styczniu, marcu, kwietniu 2025 r. dokonała obniżek podstawowych stóp procentowych w strefie euro. Rada obniżyła stopę referencyjną łącznie z 4,25% do 2,40%.

Na kwietniowym posiedzeniu Rada uznała, że procesy dezinflacyjne przebiegają zgodnie z oczekiwaniami. Oceniała, że perspektywy makroekonomiczne pogorszyły się wskutek napięć wywołanych polityką handlową Stanów Zjednoczonych. Jednocześnie w komunikacie, wydanym po posiedzeniu, nie wskazano już, że poziom stóp procentowych po obniżce jest restrykcyjny. Oznacza to, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej w strefie euro zbliża się ku końcowi, zwłaszcza że podczas konferencji po posiedzeniu prezes EBC, Ch. Lagarde, stwierdziła, iż perspektywy inflacji są niepewne wskutek napięć w polityce handlowej. Uznała, że pogarszające się nastroje na rynkach finansowych mogą prowadzić do zaostrzenia warunków finansowania, zwiększenia niechęci do ryzyka i sprawić, że firmy i gospodarstwa domowe będą mniej chętne do inwestowania i konsumpcji. Napięcia geopolityczne pozostają głównym źródłem niepewności.

Wykres 3. Implikowany poziom stopy EURIBOR 3M na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 28 kwietnia 2025 r. (w %)



Źródło: Chatham Financial.

Inne banki centralne również kontynuują cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Szwajcarski Bank Narodowy na posiedzeniach w czerwcu, wrześniu i grudniu 2024 r., a także w marcu 2025 r. podjął decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej łącznie do 0,25%. W komunikacie, wydanym po marcowym posiedzeniu, stwierdzono, że presja inflacyjna jest słaba i taka pozostanie przy obecnym poziomie stopy referencyjnej. Z wydźwięku komunikatu wynika, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej został zakończony. Zarząd Banku zaznaczył jednak, że działa w warunkach niepewności, a sytuacja gospodarcza może się nagle i szybko zmieniać.

Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii dokonał pierwszej od sierpnia 2023 r. redukcji stopy referencyjnej w lipcu 2024 r., obniżając ją o 25 p.b., do 5,0%. Następne obniżki przeprowadzono w listopadzie 2024 r. oraz lutym i maju 2025 r. Obecny poziom stopy referencyjnej wynosi 4,25%. Komitet przyjął stopniowe podejście do łagodzenia nastawienia polityki pieniężnej. Jeśli nastąpi silniejsze lub bardziej długotrwałe osłabienie zagregowanego popytu, obniżające presję inflacyjną, wówczas może to być argumentem za przyjęciem mniej restrykcyjnego podejścia. Jeśli natomiast wystąpią negatywne zaburzenia po stronie podażowej, a także wyższa lepkość cen i płac, wynikająca z efektu drugiej rundy, to zacieśnienie polityki pieniężnej powinno trwać dłużej.

Do końca cyklu łagodzenia polityki pieniężnej zbliża się też bank centralny w Szwecji. Proces łagodzenia polityki pieniężnej w tym kraju rozpoczął się w maju 2024 r., i od tego czasu do stycznia 2025 r. stopa referencyjna została obniżona do poziomu 2,25%. Na marcowym i majowym posiedzeniu Zarząd Banku Szwecji uznał, że wzrost niepewności gospodarczej nie umożliwia dokonywania dalszych cięć. Proces przenoszenia zaburzeń zewnętrznych, związanych z polityką handlową i kwestiami bezpieczeństwa międzynarodowego, a także wpływ na gospodarkę zwiększonych wydatków zbrojeniowych, mogą bowiem uniemożliwić spadek inflacji w zakładanym stopniu i czasie.

Natomiast Bank Norwegii utrzymuje stopę referencyjną na niezmiennym poziomie, wynoszącym 4,5%, od grudnia 2023 r. Dezinflacja postępuje w tym kraju wolno, powstrzymuje ją bowiem deprecjacja korony norweskiej i wzrost kosztów działalności gospodarczej. Dlatego restrykcyjna polityka pieniężna jest wciąż potrzebna. Komitet Polityki Pieniężnej i Stabilności Finansowej zapowiedział jednak, że w 2025 r. nastąpią obniżki stopy referencyjnej, a jej docelowy poziom w bieżącym roku ma wynieść ok. 4,0%.

Zarząd Czeskiego Banku Narodowego kontynuuje cykl łagodzenia polityki pieniężnej już od grudnia 2023 r., obniżając stopę referencyjną (dwutygodniową stawkę od operacji repo) z 7,0% do 3,5% w maju 2025 r. Na majowym posiedzeniu Zarządu uznano, że ryzyka dla inflacji wciąż się utrzymują. Zarząd podkreślił, że w warunkach wysokiej niepewności utrzymywanie relatywnie restrykcyjnej polityki jest wciąż niezbędne dla sprowadzenia inflacji do celu (2,0%), mimo że znajduje się ona obecnie w paśmie dopuszczalnych odchyleń.

Rada Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Węgier rozpoczęła cykl łagodzenia polityki pieniężnej w październiku 2023 r. Od tamtej pory do września 2024 r. stopa referencyjna została obniżona jedenaście razy i spadła z 13,0% do 6,5%. Od jesieni ubiegłego roku podstawowe stopy procentowe na Węgrzech nie zostały zmienione. Wzrost inflacji uniemożliwia dalsze

łagodzenie polityki pieniężnej w tym kraju. Zgodnie z projekcjami węgierskiego banku centralnego, inflacja ma powrócić do celu, wynoszącego 3,0%, dopiero pod koniec 2026 r.

RPP na kwietniowym posiedzeniu stwierdziła, iż napływające informacje sygnalizują, iż inflacja w kolejnych kwartałach może być niższa niż oczekiwano. Za to Prezes Narodowego Banku Polski (NBP) A. Głapiński na konferencji prasowej po tym posiedzeniu ogłosił zmianę nastawienia w polityce pieniężnej i zapowiedział obniżki. Podczas konferencji padały różne zapowiedzi: jednej obniżki stopy referencyjnej o 50 p.b. w 2025 r., choć A. Głapiński nie wykluczył i dwóch obniżek o 50 p.b., ale z zastrzeżeniem, że obniżki mogą mieć też wymiar 25 p.b., jeśli dane nie będą w wystarczającym stopniu potwierdzać trwałości obniżenia wskaźnika CPI. Stwierdził, że docelowo widzi stopę referencyjną na poziomie 3,5% w 2026 r.

Na majowym posiedzeniu RPP postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP o 0,50 p.p., redukując stopę referencyjną do poziomu 5,25%. Jedna z niewielu zmian, wprowadzonych do komunikatu wydanego po posiedzeniu w porównaniu z poprzednim miesiącem, czyli wzmianka o dostosowaniu stóp, stanowi sugestię, że obniżka nie jest rozpoczęciem cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Na konferencji prasowej dzień po posiedzeniu prezes NBP A. Głapiński zasugerował, że kolejne obniżki mogą nastąpić jesienią, choć nie wykluczył wcześniejszego terminu. Prezes NBP nie zaprzeczył, że podjęcie takiej decyzji możliwe jest w lipcu, gdy opublikowana zostanie nowa projekcja inflacyjna.

Zakładając, że majowa decyzja RPP nie stanowi otwarcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, można się spodziewać kolejnych obniżek stóp procentowych NBP, prawdopodobnie w lipcu i jesienią, o łącznej skali 75 p.b. Oznaczałoby to sprowadzenie stopy referencyjnej do poziomu 4,5% w 2025 r.

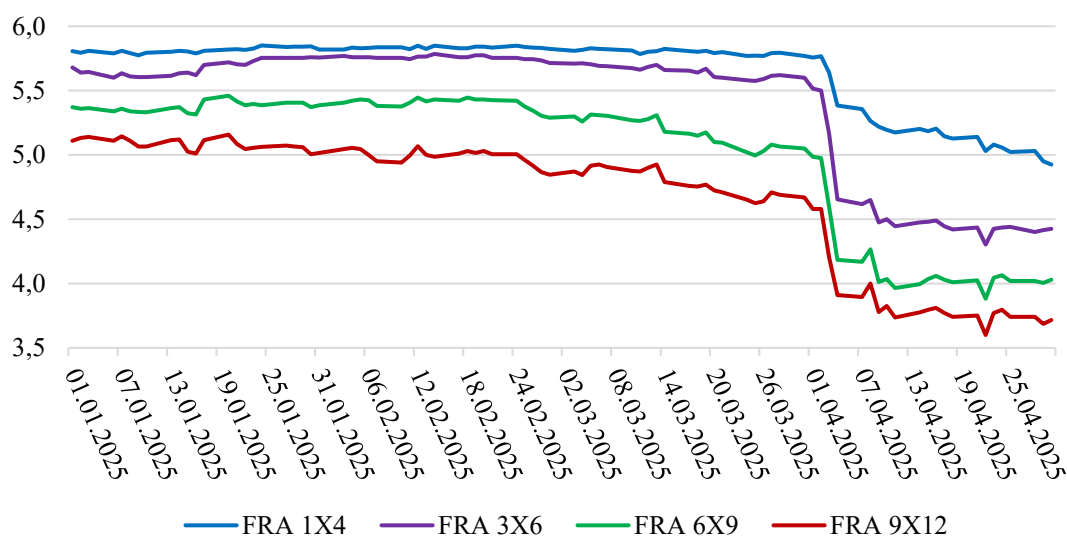
Takie są też bieżące oczekiwania rynkowe. Notowania kontraktów terminowych na trzymiesięczną stopę procentową w polskiej walucie zaczęły silnie dyskontować obniżki podstawowych stóp procentowych już na początku kwietnia, po konferencji prasowej prezesa NBP. Wówczas były jednak zbyt agresywne. Schłodzenie wycen dotyczących poziomu podstawowych stóp procentowych sprawiło, że w pierwszej dekadzie maja wyceny kontraktów FRA wskazywały na łączną redukcję tych stóp do końca 2025 r. o ok. 75 p.b.

Również notowania obligacji zaczęły wyceniać obniżki. Rentowność 2-letnich obligacji skarbowych, pozostająca przez większość ostatnich sześciu miesięcy na poziomie przewyższającym 5,0%, spadła z 5,1% na koniec marca 2025 r. do ok. 4,3% pod koniec kwietnia 2025 r., by w maju ponownie wzrosnąć do 4,5%.

Wykres liniowy przedstawiający prognozy stopy referencyjnej NBP. Oś pionowa (Y) przedstawia stopę referencyjną w procentach, z zakreskiem od 3,50 do 6,50. Oś pozioma (X) przedstawia rundy prognozy, od 06.2023 do 03.2025. Dwie serie danych: niebieska linia dla prognozy na 4 kwartały i czerwona linia dla prognozy na 8 kwartałów. Oba serie wykazują tendencję spadkową, z tym że prognoza na 4 kwartały jest wyższa i bardziej stabilna.

Runda prognozy	Prognoza stopy referencyjnej za 4 kwartały (%)	Prognoza stopy referencyjnej za 8 kwartałów (%)
06.2023	6,10	4,65
09.2023	4,95	4,15
12.2023	5,30	4,35
03.2024	5,40	4,50
06.2024	5,45	4,55
09.2024	5,30	4,30
12.2024	5,15	4,15
03.2025	4,95	3,90

Wykres 5. Notowania kontraktów FRA PLN od 1 stycznia 2025 r. do 30 kwietnia 2025 r.



Źródło: Reuters.

20

Wzrost cen skarbowych papierów wartościowych hamuje jednak wysoka ich podaż na rynku pierwotnym, w związku ze znacznymi potrzebami pożyczkowymi. Zgodnie z komunikatem Ministerstwa Finansów z marca 2025 r., zadłużenie Skarbu Państwa na koniec lutego wyniosło 1 709,6 mld zł, co oznaczało wzrost o 52,3 mld zł w porównaniu z końcem stycznia.

Wycenę obligacji wspierają stabilne oceny międzynarodowych agencji ratingowych. W marcu 2025 r. agencja Moody's utrzymała rating Polski znajduje się na poziomie A2/P1 odpowiednio dla długo- i krótkoterminowych zobowiązań. W komunikacie prasowym wskazano na silną dynamikę polskiej gospodarki i poprawę relacji z Unią Europejską. Uznano, że podwyższona podatność Polski na ryzyko zdarzeń geopolitycznych jest łagodzona przez gwarancje bezpieczeństwa NATO.

Agencja Moody's oceniła, że rating mógłby zostać podwyższony w przypadku poprawy bezpieczeństwa regionalnego i istotnie niższego ryzyka geopolitycznego. Ponadto, gdyby oczekiwane osłabienie wskaźników zadłużenia Polski okazało się mniej wyraźne, a wzmożone wysiłki na rzecz konsolidacji budżetowej doprowadziły do ustabilizowania się poziomu zadłużenia znacznie poniżej 60% PKB, byłoby to pozytywnym czynnikiem do podniesienia ratingu. Presja na obniżenie ratingu pojawiłaby się natomiast w scenariuszu pogorszenia sytuacji bezpieczeństwa regionalnego, w tym konkretnych sygnałów wycofania wsparcia ze strony Stanów Zjednoczonych. Istotnie szybsze pogorszenie się wskaźników zadłużenia również byłoby negatywne dla oceny ratingowej, tak samo jak ponowne pogorszenie się sytuacji w zakresie praworządności, przekładające się w sposób negatywny na prowadzenie biznesu w Polsce.

Konsolidacji fiskalnej w najbliższym czasie trudno oczekiwać. Deficyt finansów publicznych wyniósł w 2024 r. 6,6% PKB, a dług publiczny wzrósł do 55,3% PKB. W 2025 r. deficyt finansów publicznych ma spaść do 6,3% PKB. Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów po I kwartale 2025 r. deficyt budżetu państwa wyniósł 76,3 mld zł, co stanowi 26,4% planu na cały rok, w którym założono deficyt w kwocie 288 mld zł. Niższe niż rok temu (o 28 mld zł i o 19,1% r/r) były dochody budżetowe, co było skutkiem reformy udziałów jednostek samorządu terytorialnego w podatkach. Wysokość kwot przekazanych tym jednostkom z tytułu udziału w dochodach z PIT w I kwartale 2025 r. wyniosła 66,9 mld zł wobec 18,2 mld zł w analogicznym okresie poprzedniego roku. Jednocześnie wydatki wzrosły do blisko 195 mld zł, m.in. z powodu większych transferów do ZUS, wydatków na obronność oraz spłaty zobowiązań Polskiego Funduszu Rozwoju (19 mld zł).

Kwiecień przyniósł również znaczne zawirowania na rynku walutowym, na którym doszło do znacznego podwyższenia zmienności notowań głównych walut. Na kurs złotego oddziaływał głównie sentyment na rynku globalnym i wzrost awersji do ryzyka po wprowadzeniu przez amerykańską administrację drakońskich stawek celnych i sugestiach prezydenta D. Trumpa o możliwym usunięciu ze stanowiska prezesa Systemu Rezerwy Federalnej J. Powella. Wysoka niepewność odnośnie do strategii i taktyki polityki handlowej (nakładanie i zawieszanie cel), realizowanej przez prezydenta D. Trumpa, powstrzymywała część inwestorów przed lokowaniem kapitału w amerykańskiej walucie. Dlatego też obserwowano głębsze i trwalsze umocnienie złotego wobec dolara przy względnej stabilizacji kursu złotego wobec euro, który powrócił do poziomu zbliżonego do 4,3 EUR/PLN.

Polska waluta pozostawała też wrażliwa na liczne i często wzajemnie sprzeczne doniesienia na temat przebiegu rozmów w sprawie zawarcia porozumienia między Rosją a Ukrainą. Osłabienie oczekiwań na zawarcie pokoju przekładało się negatywnie na wycenę ryzykownych aktywów, w tym na wycenę polskiego złotego.

Tabela 2. Prognozy stopy referencyjnej, kursów walut w NBP i rentowności obligacji skarbowych w latach 2025–2026 (stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026
USD/PLN	3,83	3,86	3,88	3,84	3,82
EUR/PLN	4,27	4,25	4,23	4,21	4,19
2Y PLN [%]	4,42	4,18	3,97	3,90	3,87
5Y PLN [%]	4,72	4,58	4,41	4,28	4,24
stopa referencyjna [%]	5,25	4,75	4,50	3,75	3,50

Źródło: IPS-SGB.

W dłuższym okresie wyceny polskiego długu będą się natomiast zmieniać równolegle do nasilania się oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Polsce. Jednak skalę umocnienia polskich dłużnych papierów wartościowych i polskiej waluty hamować będzie polityka fiskalna, obciążona krótkoterminowymi ryzykami. Wyrażają się one w utrzymywaniu się podwyższonego deficytu sektora finansów publicznych i w relatywnie szybko rosnącym długu publicznym. Notowania obligacji skarbowych będzie utrzymywać w ryzach wysoki popyt ze strony banków, jako że w 2025 r. zapadnie część obligacji wyemitowanych przez BGK i PFR, znajdujących się w posiadaniu banków, których szacunkowa wartość to ok. 50 mld zł.

Polski rynek finansowy, klasyfikowany do kategorii wschodzących, pozostanie wrażliwy na nagłe zaburzenia. Okresy szybkiego narastania niepewności mogą powodować silne

krótkookresowe wahania notowań na rynku walutowym i rynku obligacji, pod wpływem podwyższonej mobilności kapitału i jego odpływu do tzw. bezpiecznych przystani.

W takich warunkach polski rynek finansowy byłby bardzo wrażliwy na zaburzenia. Brak spodziewanych obniżek podstawowych stóp procentowych mógłby jeszcze nasilić przejściowe, aczkolwiek znaczne zmiany wycen aktywów na rynku finansowym. Okresy szybkiego narastania niepewności mogłyby powodować silne krótkookresowe wahania notowań na rynku walutowym i rynku obligacji, pod wpływem podwyższonej mobilności kapitału i jego odpływu.

4. Analiza portfeli dłużnych papierów komercyjnych w posiadaniu banków spółdzielczych

1) Sytuacja na rynku komercyjnych dłużnych papierów wartościowych

W minionym półroczu (od października 2024 r. do marca 2025 r.) na rynku publicznym dłużnych papierów wartościowych trwała hossa. Wartość uplasowanych na rynku emisji osiągnęła wartość 84,3 mld zł i wzrosła nominalnie o blisko 12,5 mld zł (17,3%) w porównaniu do września 2024 r. W porównaniu do końca marca roku ubiegłego wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła jeszcze wyraźniej, o 20,5 mld zł, tj. o 32,2%, a w okresie pomiędzy marcem 2023 r. a marcem 2025 r. wzrost wyniósł aż 35,9 mld zł (74,0%). Tylko w okresie pierwszych trzech miesięcy br. wzrost wyniósł 3,1 mld zł (3,8%).

Niemal cały (91,7%) wymiar rocznego przyrostu rynku przypadła na obligacje korporacyjne (o 18,8 mld zł i o 33,3%), z czego 10,1 mld zł stanowiły obligacje nominowane w złotych, a o 8,7 mld zł przyrósł dług przedsiębiorstw nominowany w euro. W porównaniu do poprzedniego okresu sprawozdawczego (kwiecień 2024 r. – wrzesień 2024 r.) proporcje pomiędzy przyrostem emisji nominowanych w złotych i w euro nie uległy znaczącym zmianom. Przyrost roczny składał się w 53,6% z emisji złotych, przyrost półroczny zawierał natomiast 57,0% emisji nominowanych w złotych – w tym ostatnim okresie miała miejsce ok. pięcioprocentowa aprecjacja złotego wobec euro. Istotna zmiana miała miejsce od początku bieżącego roku – w okresie tym wartość emisji nominowanych we wspólnej unijnej walucie uległa zmniejszeniu o 36,9 mln euro, co w powiązaniu ze spadkiem kursu EUR/PLN zaowocowało obniżeniem wartości tych emisji o 592 mln zł.

Rynek obligacji komunalnych zwiększył się w ciągu roku o 1,7 mld zł a w okresie ostatnich sześciu miesięcy o 1,8 mld zł, co oznacza wzrost rzędu 23,0–25,0% wobec w miarę stabilnego średniego poziomu wynoszącego w ubiegłym roku około 7 mld zł. Liczba emitentów obligacji komunalnych wzrosła o 11 w horyzoncie rocznym i o 9 w półrocznym, przy czym całość przyrostu półrocznego przypada de facto na rok 2025.

Liczba uplasowanych serii obligacji wzrosła w skali roku o 134 (przyrost o 22,6%), z czego o 126 emisji zwiększyła się liczba emisji złotych, a o 8 nominowanych w euro. Najwyższy ilościowy przyrost – o 85 serii rok do roku – odnotowała kategoria obligacji komunalnych, a większość tego przyrostu miała miejsce w horyzoncie ostatnich sześciu i trzech miesięcy (o 80 i o 90 emisji).

Na 31 marca 2025 r. na regulowanych rynkach obligacji (Catalyst i BondSpot) notowano 726 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]
Bałycki Bank Spółdzielczy	06.2012	24.12.2025	WIBOR 6M + 3,0%	8,79%	2 900
Bank Spółdzielczy w Limanowej	05.2015	15.05.2025	WIBOR 6M + 3,0%	8,83%	5 000
Suma					7 900

Zródło: obligacje.pl.

- 2) 82 przedsiębiorstw – 271 serii obligacji złotych na kwotę nominalną 56 mld zł oraz 26 serii obligacji nominowanych w euro (tabela 4) na łączną kwotę 4,7 mld euro (przyrost w okresie półroczu o 33,8%), co w przeliczeniu na walutę krajową (po kursie NBP z 31.03.2025 r.) dało wartość około 19,5 mld zł; tym samym nominalny dług przedsiębiorstw przekroczył łącznie 75,4 mld zł i był o 16,4% wyższy od notowanego w poprzednim okresie sprawozdawczym, w stosunku do końca 2024 r. uległ niewielkiej (o 1,1, mld zł) zmianie,

Tabela 4. Emisje nominowane w euro według stanu na 31.03.2025 r. (nowe emisje na szarym tle)

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. euro]
BEST Niestandaryzowany FIZ Wierzytelności	BFW1027	18.10.2027	EURIBOR 3M + 5,2%	7,99%	4 185,30
Cavatina Holding	CAV0127	26.01.2027	EURIBOR 6M + 6,0%	8,62%	4 366,90
DL Invest Group PM	DL10427	15.04.2027	EURIBOR 3M + 4,8%	7,58%	3 334,50
	DLI0227	20.02.2027	EURIBOR 3M + 5,0%	7,52%	2 499,90
	DLI0427	15.04.2027	EURIBOR 3M + 4,8%	7,58%	2 297,00
Echo Investment	ECH1028	27.10.2028	stałe 7,40%	7,40%	43 000,00

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. euro]
Ghelamco Invest	GHE1227	07.12.2027	EURIBOR 6M + 5%	7,63%	4 999,90
Kredyt Inkaso	KRI0328	27.03.2028	EURIBOR 3M + 5,2%	7,59%	4 999,90
Kruk	KRU0229	01.02.2029	EURIBOR 3M + 4%	6,62%	24 000,00
	KRU1228	11.12.2028	EURIBOR 3M + 4%	6,50%	10 000,00
MLP Group	MLP1226	04.12.2026	EURIBOR 3M + 3,9%	6,36%	41 000,00
Olivia Fin	OBC0627	08.06.2027	EURIBOR 3M + 5,5%	7,99%	2 500,00
	OBC0827	07.08.2027	EURIBOR 3M + 5,3%	7,86%	7 000,00
	OBC0828	07.08.2028	EURIBOR 6M + 4,7%	7,24%	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
PA Nova	NVA0527	29.05.2027	EURIBOR 3M + 4,4%	6,92%	7 500,00
Bank Pekao Polska Kasa Opieki	PEO1127	23.11.2027	stałe 5,5%	5,50%	500 000,00
	PEO0930	24.09.2030	stałe 4,0%	4,00%	500 000,00
PKO Bank Polski	PK10328	27.03.2028	stałe 4,5%	4,50%	500 000,00
	PKO0927	12.09.2027	stałe 3,88%	3,88%	750 000,00
	PKO0628	16.06.2028	stałe 3,88%	3,88%	750 000,00
	PKO0629	18.06.2029	stałe 4,5%	4,50%	500 000,00
PragmaGO	PRF0427	16.04.2027	EURIBOR 3M + 5%	7,78%	3 500,00
	PRF0228		EURIBOR 3M + 4,5%	7,09%	5 000,00
Vantage Development	VAN0727	12.07.2027	EURIBOR 6M + 2,9%	5,54%	24 000,00
Suma					4 705 861,40

Zródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

- 3) 56 samorządów – 427 serii obligacji (o 170 więcej niż przed dwoma laty) na łączną kwotę 8,8 mld zł (wzrost od końca marca 2023 r. wyniósł 73%).

W grupie emisji korporacyjnych znalazły się m.in. 33 serie obligacji 8 banków komercyjnych (Alior Bank, Bank Millennium, Bank Pocztowy, BOŚ, mBank, Bank Pekao, PKO BP oraz Santander Bank Polska). W porównaniu do sytuacji sprzed pół roku liczba serii obligacji wyemitowanych przez banki wzrosła o 4, a wobec końca marca ubiegłego roku przyrost liczby emisji był dwukrotnie większy, bowiem do grona emitentów powrócił Bank Ochrony Środowiska.

W okresie ostatnich sześciu miesięcy nastąpiły 4 wykupy, a wszystkie z nich miały charakter przedterminowy. Znalazły się wśród nich dwie serie obligacji Alior Banku (ALR1025 i ALR1225) oraz po jednej serii obligacji mBanku (MBK0125) i PKO BP (PKO0226), pierwszy z wymienionych walorów został wykupiony jeszcze w 2024 r., a pozostałe w I kwartale roku bieżącego.

W okresie dwóch ostatnich kwartałów doszło do 8 nowych emisji: ALR0628 na kwotę 400 mln zł, BOS1228 na kwotę 200 mln zł, PEO0930 o wartości 500 mln euro, trzech emisji banku PKO BP (PKO1034-K o wartości 1,5 mld zł i dwóch serii obligacji nominowanych w EUR – PKO0927 i PKO0628 – obie na kwotę 750 mln euro) oraz SPL o wartości 1,8 mld zł.

Na uwagę zasługuje ostanian z ośmiu nowych emisji, a mianowicie emisja mBanku o symbolu MBK01PERP-K na kwotę 1,5 mld zł. Są to obligacje wieczyste (perpetualne), bez ustalonego terminu wykupu. Obligatariuszom nie przysługuje prawo do żądania ich wykupu, a emitent może wykupić je najwcześniej po 5 latach od daty emisji (na koniec 2029 r.).

Sumaryczna wartość obligacji banków komercyjnych, uplasowanych na Catalyst w obu walutach, wyniosła w nominale ok. 38,3 mld zł (wzrost o 8,9 mld zł, tj. o 30,1% od końca września ub.r.). Na koniec I kwartału 2025 r. wielkość ta stanowiła ponad 45,0% wartości wszystkich emisji uplasowanych na całym rynku pierwotnym obligacji komercyjnych i ponad 50,0% obligacji korporacyjnych. Udział „papierów bankowych” w wymienionych kategoriach rynku wzrósł w ciągu ostatniego półrocza odpowiednio o 4,5 p.p. i o 5,3 p.p., a w stosunku do wartości notowanych przed rokiem odpowiednio o 10,6 p.p. i o 11,9 p.p.

W bieżącym okresie sprawozdawczym – wskutek opisanych powyżej znaczących kwotowo emisji trzech banków – ponad pięcioprocentowy udział w rynku obligacji korporacyjnych zachowały jedynie cztery podmioty: PKO BP (20,6%), Pekao (12,0%), Santander (10,3%) oraz Orlen (6,8%). Tabela 5 zawiera zestawienie szczegółowe dotyczące obligacji wzmiankowanych emitentów. Niewiele niższy, bo wynoszący 4,6%, udział w rynku odnotował Cyfrowy Polsat, który w ostatnim półroczu nie zmienił nominalnie swojego zadłużenia na rynku publicznym. Kolejnych pięciu emitentów – KGHM, Kruk, PZU, mBank i Enea – odnotowało udział wynoszący pomiędzy 2,5% a 3,5%.

W minionym półroczu grupa wymienionych powyżej podmiotów, tworzących dziesiątkę największych emitentów obligacji przedsiębiorstw, uplasowała łącznie obligacje o wartości nominalnej bliskiej 50,2 mld zł, co stanowiło 66,5% rynku obligacji korporacyjnych (o 1,6 p.p. mniej niż pół roku wcześniej) i 59,6% (spadek o 2 p.p. wobec końca III kwartału ub.r.) całego rynku pierwotnego.

Tabela 5. Emitenci notujący udział w publicznym rynku pierwotnym obligacji korporacyjnych przekraczający 5% – stan na 31.03.2025 r. (nowe emisje na szarym tle)

Emitent	Data emisji	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
PKO Bank Polski	08.2017	28.08.2027	WIBOR 6M + 1,6%	7,37%	1 700 000
	03.2018	06.03.2028	WIBOR 6M + 1,5%	7,32%	1 000 000
	02.2024	28.02.2029	WIBOR 6M + 1,6%	7,41%	1 000 000
	03.2024	27.03.2028	stałe 4,5%	4,50%	2 068 250 *
	06.2024	18.06.2029	stałe 4,50%	4,50%	2 068 250 *
	09.2024	12.09.2027	stałe 3,9%	3,88%	3 102 375 *
	01.2025	16.06.2028	stałe 3,4%	3,38%	3 102 375 *
	10.2024	16.10.2034	WIBOR 6M + 2,2%	8,05%	1 500 000
Bank Pekao Polska Kasa Opieki	10.2017	29.10.2027	WIBOR 6M + 1,5%	7,36%	1 250 000
	10.2018	16.10.2028	WIBOR 6M + 1,6%	7,40%	550 000
	10.2018	14.10.2033	WIBOR 6M + 1,8%	7,65%	200 000
	06.2019	04.06.2031	WIBOR 6M + 1,7%	7,49%	750 000
	04.2023	03.04.2026	WIBOR 6M + 2,6%	8,25%	750 000
	07.2023	28.07.2027	stałe 7,5%	7,50%	350 000
	11.2023	23.11.2027	stałe 5,5%	5,50%	2 068 250*
	04.2024	26.04.2029	WIBOR 6M + 1,6%	7,45%	500 000
	07.2024	29.01.2027	WIBOR 6M + 0,85%	6,66%	600 000
	09.2024	24.09.2030	stałe 4,0%	4,00%	2 068 250*
Santander Bank Polska	04.2018	05.04.2028	WIBOR 6M + 1,6%	7,45%	1 000 000
	11.2023	30.11.2026	WIBOR 6M + 1,8%	7,60%	3 100 000
	04.2024	02.04.2027	WIBOR 6M + 1,5%	7,35%	1 900 000
	09.2024	30.09.2027	WIBOR 6M + 1,4%	7,16%	1 800 000
Orlen	12.2020	22.12.2025	WIBOR 6M + 1,0%	6,69%	1 000 000
	05.2021	27.05.2028	stałe 1,1%	1,13%	2 068 250*
	07.2023	13.07.2030	stałe 4,8%	4,75%	2 068 250*
Suma					37 564 250

* emisje nominowane w euro.

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Od końca III kwartału 2024 r. liczba emisji uplasowanych na rynku powiększyła się o ponad sto (przyrost wyniósł 16,2%), większość tego wzrostu (o 99 emisji), przypadło na ostatni kwartał. Gros nowych emisji było dziełem samorządowców. Co ciekawe, cały przyrost półroczny przypadł już na rok 2025 i wyniósł 90 serii, co w połączeniu z wykupami mającymi miejsce w końcówce ub.r. dało wzrost w skali sześciu miesięcy wynoszący 80 serii. Pozostałe 21 emisji, o które powiększył końcowy stan, wyemitowały przedsiębiorstwa – o 17 emisji zwiększył się stan emisji nominowanych w złotych, a o 4 – nominowanych w euro. W tej kategorii tendencja była odwrotna niż na rynku obligacji komunalnych – większy przyrost odnotowano w IV kwartale 2024 r. niż w pierwszym okresie nowego roku (odpowiednio 10 vs 7 w złotych oraz po 2 w euro).

Liczba obecnych na rynku na koniec marca br. emitentów wyniosła 140 podmiotów, przy czym największy przyrost – o 9 jednostek – wykazała kategoria jednostek samorządu terytorialnego. Liczba emitentów obligacji korporacyjnych wzrosła o 3 przedsiębiorstwa. Z grona emitentów ubyło 7 podmiotów: I2 Development, Grenevia, BEST Capital FIZAN, LPP, CCC, Erbud, BBI Development, w ich miejsce weszło dziesięciu emitentów nieobecnych na rynku w ostatnim półroczu: DL Invest Group PM, BEST Niest FIZ Wierzytelności, Polenergia, Novdom, Benefit Systems, PA Nova, BOŚ, NDI Finance, Internetowy Fundusz Leasingowy i Polska Grupa Farmaceutyczna.

Oprócz wymienionych 10 nowych podmiotów 26 dotychczasowych emitentów zwiększyło w ciągu ostatnich sześciu miesięcy swoje zadłużenie. W tabeli 6 zaprezentowano dane dotyczące obligacji wyemitowanych w ostatnim półroczu przez tę grupę emitentów.

Tabela 6. Emitenci zwiększający w stosunku do końca III kwartału 2024 r. wolumen emisji na publicznym rynku obligacji korporacyjnych

Emitent	Seria	Termin wykupu	Bieżący kupon	Wolumen emisji [tys. zł]	Wzrost zadłużenia [tys. zł]
AOW Faktoring	AOW0528	25.05.2028	10,67%	12 000,00	17 000,00
	AOW1027	23.10.2027	10,85%	10 000,00	
Archicom	ARH0329	14.03.2029	8,39%	120 000,00	58 000,00
Art.Locum	ARL1227	17.12.2027	10,09%	21 000,00	21 000,00
Atal	ATL0227	17.02.2027	7,22%	130 000,00	130 000,00
Benefit Systems	BFT0330	11.03.2030	7,70%	1 000 000,00	1 000 000,00
BEST Niest FIZ Wierzytelności**	BFW1027*	16.10.2027	7,99%	4 185,30	17 312,49
BOŚ	BOS1228	20.12.2028	8,23%	200 000,00	200 000,00
BEST	BST0630	05.06.2030	9,68%	41 584,20	185 000,00

Emitent	Seria	Termin wykupu	Bieżący kupon	Wolumen emisji [tys. zł]	Wzrost zadłużenia [tys. zł]
	BST0930	13.09.2030	9,46%	83 415,80	
	BST1029	30.10.2029	9,66%	60 000,00	
Budlex Finance	BXF0727	12.07.2027	11,84%	20 000,00	38 340,00
	BXF1027	08.10.2027	11,59%	43 400,00	
Cavatina Holding	CAV0329	06.03.2029	11,81%	49 877,00	58 146,60
	CAV1128	18.11.2028	11,81%	32 818,60	
DL Invest Group PM	DL10427*	15.04.2027	7,58%	3 334,50	78 105,54
	DLI0227*	20.02.2027	7,52%	2 499,90	
	DLI0327	06.03.2027	9,86%	10 200,00	
	DLI0427*	15.04.2027	7,58%	2 297,00	
	DLI0727	09.07.2027	9,82%	9 250,00	
	DLI0825	10.08.2025	10,36%	12 000,00	
	DLI1226	27.12.2026	9,85%	13 020,00	
Dom Development	DOM1229	05.12.2029	7,18%	140 000,00	90 000,00
Domesta	DST0727	20.07.2027	10,64%	30 000,00	20 000,00
Develia	DVL0229	16.02.2029	8,27%	160 000,00	244 558,00
	DVL1028	30.10.2028	8,36%	100 000,00	
Developres	DVR1227	23.12.2027	10,86%	15 600,00	15 600,00
Internetowy Fundusz Leasingowy	IFL0334	31.03.2034	7,86%	6 000,00	6 000,00
Kruk	KR11029	21.10.2029	8,84%	75 000,00	132 500,00
	KRU0231	05.02.2031	8,66%	100 000,00	
	KRU1130	20.11.2030	8,87%	125 000,00	
Lokum Deweloper	LKD0828	21.08.2028	9,52%	100 000,00	100 000,00
mBank	MBK01PERP-K	n.d.	10,63%	1 500 000,00	750 000,00
NDI Finance	NDI0327	25.03.2027	10,36%	70 000,00	70 000,00
Novdom	NOD0828	26.08.2028	10,72%	27 000,00	27 000,00
PA Nova	NVA0527*	29.05.2027	6,92%	7 500,00	31 023,75
Olivia Fin	OBC1028	22.10.2028	10,25%	60 000,00	15 000,00
Okam Capital	OKA1127	21.11.2027	10,27%	75 000,00	75 000,00
Pekao	PEO0930*	24.09.2030	4,00%	500 000,00	2 068 250,00
Polenergia	PEP1029	16.10.2029	8,55%	750 000,00	750 000,00
Polska Grupa Farmaceutyczna	PGF1026	16.10.2026	7,84%	150 000,00	150 000,00
PKO BP	PKO0628*	16.06.2028	3,38%	750 000,00	4 602 375,00

Emitent	Seria	Termin wykupu	Bieżący kupon	Wolumen emisji [tys. zł]	Wzrost zadłużenia [tys. zł]
	PKO0927*	12.09.2027	3,88%	750 000,00	
	PKO1034-K	16.10.2034	8,05%	1 500 000,00	
PragmaGo	PRF0228*	06.02.2028	7,09%	5 000,00	23 682,50
	PRF1228	18.12.2028	9,35%	35 000,00	
Robyg	ROB0129	10.01.2029	8,40%	250 000,00	140 000,00
Ronson	RON0928	24.09.2028	9,10%	160 000,00	60 000,00
R.Power	RP11029	30.10.2029	9,28%	80 700,00	255 700,00
	RP21029	30.10.2029	9,34%	127 800,00	
	RPW1029	30.10.2029	9,34%	352 200,00	
Santander Bank Polska	SPL0927	30.09.2027	7,16%	1 800 000,00	1 800 000,00
Unidevelopment	UDV0928	13.09.2028	10,60%	55 000,00	55 000,00
Vehis Finanse	VHI0626	27.06.2026	12,55%	35 000,00	63 000,00
	VHI0627	23.06.2027	11,61%	28 000,00	
Victoria Dom	VID0128	31.01.2028	10,61%	50 000,00	66 277,00
	VID1227	11.12.2027	10,57%	86 277,00	
Suma					13 413 870,88

* emisje nominowane w euro

** w przypadku BEST Niest FIZ Wierzytelności w praktyce nie doszło do zmiany stanu zadłużenia a jedynie zmiany nazwy funduszu będącego emitentem – wcześniej BEST Capital FIZAN.

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

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

Emitent	Spadek wolumenu wyemitowanych obligacji [tys. zł]
Alior Bank	350 000,00
Cognor	48 000,00
Dekpol	4 123,00
Echo Investment	257 874,55
Ghelamco Invest	212 210,00
Indos	10 500,00
Infinity	13 800,00
JHM Development	5 000,00
Kredyt Inkaso	1 214,93
Marvipol Development	89 847,00
MLP Group	306 101,00
Polski Holding Nieruchomości	127 824,00
Suma	1 426 494,48

Źródło: gpwcatalyst.pl.

Poza siedmioma podmiotami, które dokonały całkowitego wykupu długu, zmniejszenie zadłużenia odnotowano w odniesieniu do 12 emitentów. Ich wykaz zamieszczono w tabeli 7.

Tabela 8. Nowi – w stosunku do końca III kwartału 2024 r. – emitenci na publicznym rynku obligacji komunalnych

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. zł]
Gmina Andrychów	AN11133	25.11.2033	WIBOR 6M + 0,6%	6,38%	5 000,00
	AND1133	25.11.2033	WIBOR 6M + 0,6%	6,38%	5 000,00
	AND1135	26.11.2035	WIBOR 6M + 0,6%	6,38%	6 000,00
Gmina Długoleka	DLU1134	27.11.2034	WIBOR 6M + 0,72%	6,57%	5 000,00
	DLU1139	25.11.2039	WIBOR 6M + 0,72%	6,57%	35 000,00
	DLU1141	25.11.2041	WIBOR 6M + 0,72%	6,50%	12 000,00
Gmina Kolbudy	KBD1133	25.11.2033	WIBOR 6M + 0,5%	6,28%	11 250,00
	KBD1134	27.11.2034	WIBOR 6M + 0,5%	6,28%	2 250,00
Gmina Miastko	MST1136	25.11.2036	WIBOR 6M + 0,75%	6,55%	5 000,00
	MST1138	25.11.2038	WIBOR 6M + 0,75%	6,60%	5 000,00
Gmina Ożarów Mazowiecki	OZM1134	27.11.2034	WIBOR 6M + 0,7%	6,49%	9 667,00
Katowice	KAT1136	25.11.2036	WIBOR 6M + 0,75%	6,60%	50 000,00
	KAT1137	25.11.2037	WIBOR 6M + 0,75%	6,60%	50 000,00
	KAT1138	25.11.2038	WIBOR 6M + 0,75%	6,58%	50 000,00
	KAT1139	25.11.2039	WIBOR 6M + 0,75%	6,58%	50 000,00
	KAT1140	26.11.2040	WIBOR 6M + 0,75%	6,53%	60 000,00
	KAT1141	25.11.2041	WIBOR 6M + 0,75%	6,53%	60 000,00
	KAT1142	25.11.2042	WIBOR 6M + 0,75%	6,53%	60 000,00
Kobyłka	KKA1134	27.11.2034	WIBOR 6M + 0,88%	6,73%	5 000,00
	KKA1135	26.11.2035	WIBOR 6M + 0,88%	6,68%	8 000,00
	KKA1137	25.11.2037	WIBOR 6M + 0,88%	6,69%	10 000,00
	KKA1139	25.11.2039	WIBOR 6M + 0,88%	6,69%	10 000,00
	KKA1141	25.11.2041	WIBOR 6M + 0,88%	6,69%	5 000,00
	KKA1142	25.11.2042	WIBOR 6M + 0,88%	6,68%	10 000,00
Sopot	SO11128	27.11.2028	WIBOR 6M + 0,45%	6,25%	10 000,00
	SOP1126	25.11.2026	WIBOR 6M + 0,4%	6,20%	10 000,00
	SOP1128	27.11.2028	WIBOR 6M + 0,4%	6,20%	10 000,00
	SOP1131	25.11.2031	WIBOR 6M + 0,5%	6,30%	10 000,00
	SOP1134	27.11.2034	WIBOR 6M + 0,6%	6,40%	10 000,00
Zgorzelec	ZGM1134	27.11.2034	WIBOR 6M + 0,65%	6,50%	10 000,00
Suma					589 167,00

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

W minionych sześciu miesiącach do grona emitentów długu publicznego dołączyły cztery miasta (Katowice, Kobyłka, Sopot i Zgorzelec) oraz pięć gmin (Andrychów, Długoleka, Kolbudy, Miastko i Ożarów Mazowiecki). Oprócz wymienionych nowych emitentów, w okresie minionego półrocza, wzrost zadłużenia odnotowało 19 samorządów. Szczegóły zawierają tabele 8 i 9.

Tabela 9 Emitenci zwiększający w stosunku do końca III kwartału 2024 r. wolumen zadłużenia na publicznym rynku obligacji komunalnych

Emitent	Wzrost zadłużenia [tys. zł]
Miasto Łódź	780 800,00
Kraków	160 000,00
Gmina Miasto Ełk	56 000,00
Wałbrzych	42 484,00
Gmina Swarzędz	35 000,00
Gmina Miejska Mielec	30 400,00
Gmina Miasto Płock	27 000,00
Gmina Wołomin	25 000,00
Gmina Redzikowo	21 000,00
Miasto Radomsko	20 500,00
Miasto Zduńska Wola	19 000,00
Gmina Niepołomice	17 000,00
Gmina Aleksandrów Łódzki	10 000,00
Miasto Puławy	10 000,00
Powiat Goleniowski	10 000,00
Gmina Piła	6 000,00
Gmina Mosina	4 500,00
Miasto Słupsk	4 300,00
Gmina Miejska Świdnik	4 000,00
Suma	1 282 984,00

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Około jedna czwarta emitentów obligacji komunalnych (Barcin, Brzesko, Gołdap, Kielce, Kołobrzeg, Koszalin, Muszyna, Olsztyn, Podgórzyń, Siedlce, Tarnobrzeg, Włocławek, Zamość, oraz województwa Małopolskie i Opolskie) zanotowała zmniejszenie długu. Łączna wartość, o jaką spadło ich zadłużenie, wyniosła 65 809 tys. zł. Kwota ta stanowiła niewielki ułamek (około 0,75%) globalnego zadłużenia samorządów na rynku Catalyst.

Liderem pierwotnego rynku obligacji samorządowych na koniec marca 2025 r. pozostawał Kraków – w ramach 12 emisji uplasował na rynku dług o wartości nieco ponad 2,6 mld zł, a jego zadłużenie stanowiło 29,6% wartości tej części rynku. Na drugim miejscu umocniła się Łódź, która była liderem wzrostu zadłużenia w horyzoncie minionych sześciu miesięcy (wzrost z 9 do 15 serii obligacji, łączne zadłużenie blisko 1 545 mln zł) z udziałem w rynku wynoszącym blisko 17,6%. Trzecie miejsce – podobnie jak w poprzednim półroczu – przypadło Warszawie (4,5%), której zadłużenie w okresie sprawozdawczym nie uległo zmianie (400 mln zł), na czwartym miejscu pojawił się debiutant, Katowice, z długiem na kwotę 380 mln zł (4,3%), spychając na piąte miejsce Wałbrzych (366,4 mln zł, udział niespełna 4,2%).

W sumie wartość obligacji wyemitowanych przez pięciu największych emitentów wśród samorządów osiągnęła w nominale 5,3 mld zł, co stanowiło porównywalną (60,2% vs 60,8%) do poprzedniego półrocza część rynku długu komunalnego. W stosunku do okresu od kwietnia 2024 r. do września 2024 r. o jeden podmiot – Katowice – wzrosła liczba samorządów z długiem przekraczającym na rynku publicznym kwotę 100 mln zł. Na koniec I kwartału obecnego roku było ich 17, oprócz już wymienionych były to te same samorzady co we wrześniu 2024 r., a mianowicie: Słupsk, Zamość, Województwo Małopolskie, Świnoujście, Płock, Kielce, Olsztyn, Elbląg, Niepołomice, Piła i Mielec. Na koniec marca 2025 r. sumaryczne zadłużenie wymienionych podmiotów (7,45 mld zł) stanowiło ponad 84,6% całego publicznego długu jednostek samorządu terytorialnego i wobec stanu na koniec III kwartału 2024 r. obniżyło się o 1,7 p.p.

W horyzoncie ostatniego roku najwyższą dynamiką długu komunalnego (poza debiutantami wymienionymi w Tab. 8) wykazały się: Ełk, Wołomin, powiat goleniowski, Łódź i Swarzędz – w przypadku wszystkich wymienionych dług uległ co najmniej podwojeniu, a w przypadku Ełku był ponad trzykrotnie wyższy niż przed rokiem (81 mln zł vs 25 mln zł). Niewiele niższe (ponad 140%) dynamiki pokazywało zadłużenie kolejnych sześciu emitentów: Radomska (47,6 mln zł vs 27,1 mln zł), Zduńskiej Woli (55,5 mln zł vs 36,5 mln zł), Gminy Redzikowo (67,3 mln zł vs 46,3 mln zł), Puław (34 mln zł vs 24 mln zł), Aleksandrowa Łódzkiego (35 mln zł vs 25 mln zł) i Muszyny (28 mln zł vs 20 mln zł).

Spośród 271 serii obligacji korporacyjnych nominowanych w złotych dostępnych na rynku na koniec marca 2025 r. 33 serie, stanowiące prawie 12,2% wszystkich emisji, zostaną wykupione do końca 2025 r., a kolejne 150 serii ma termin wykupu, przypadający na następne 2 lata. W sumie grupa obligacji zapadających przed końcem 2027 r., to nieco ponad dwie trzecie (67,8%) wszystkich funkcjonujących na rynku emisji emitowanych przez przedsiębiorstwa. Około 27,4% emisji kwalifikują się do wykupu w dwóch kolejnych latach (16,7% w 2028 r.

i 10,7% w 2029 r.). Tylko 13 serii (4,8%) liczył zbiór obligacji zapadających po roku 2029 – odrębną, nieklasyfikowaną w tym ujęciu kategorię stanowiły opisane już wcześniej „bezterminowe” obligacje mBanku (MBK01PERP-K).

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	KRA1125	25.11.2025	6,28%	130 000,00	29,63%
	KRA0528	07.05.2028	6,74%	60 000,00	
	KRA0733	20.07.2033	6,71%	300 000,00	
	KA11133	25.11.2033	6,65%	300 000,00	
	KA21133	25.11.2033	6,65%	20 000,00	
	KRA1133	25.11.2033	6,65%	300 000,00	
	KR11134	25.11.2034	6,92%	350 000,00	
	KRA1134	25.11.2034	6,92%	328 000,00	
	KRA0735	17.07.2035	6,79%	300 000,00	
	KRA1236	22.12.2036	3,96%	200 000,00	
	KRA1037	01.10.2037	7,45%	120 000,00	
	KRA1139	25.11.2039	6,53%	200 000,00	
	Razem			2 608 000,00	
Łódź	LD21233	01.12.2033	6,99%	137 000,00	17,55%
	LD21231	01.12.2031	6,82%	130 000,00	
	LDZ1236	01.12.2036	7,08%	139 800,00	
	LD21232	01.12.2032	6,87%	100 000,00	
	LD11235	17.12.2035	7,02%	137 000,00	
	LD21234	18.12.2034	6,97%	137 000,00	
	LDZ1234	01.12.2034	6,99%	84 900,00	
	LDZ1232	01.12.2032	7,00%	84 900,00	
	LD11231	01.12.2031	6,94%	84 900,00	
	LD11232	01.12.2032	6,99%	84 900,00	
	LDZ1233	01.12.2033	7,00%	84 900,00	
	LD11233	01.12.2033	6,99%	84 900,00	
	LDZ1235	01.12.2035	6,99%	84 900,00	
	LD11234	01.12.2034	6,99%	84 900,00	
	LDZ1231	01.12.2031	6,95%	84 900,00	
	Razem			1 544 900,00	
Warszawa	WAW1228	2028.12.21	6,49%	200 000,00	4,54%
	WAW1230	2030.12.21	6,69%	200 000,00	
	Razem			400 000,00	
Katowice	KAT1136	25.11.2036	6,60%	50 000,00	4,32%
	KAT1137	25.11.2037	6,60%	50 000,00	
	KAT1138	25.11.2038	6,58%	50 000,00	
	KAT1139	25.11.2039	6,58%	50 000,00	
	KAT1140	26.11.2040	6,53%	60 000,00	
	KAT1141	25.11.2041	6,53%	60 000,00	
	KAT1142	25.11.2042	6,53%	60 000,00	
	Razem			380 000,00	
Wałbrzych	WA21134	27.11.2034	7,00%	10 000,00	4,16%
	WA21136	25.11.2036	7,00%	10 000,00	
	WA11132	25.11.2032	6,64%	10 000,00	
	WA21138	25.11.2038	6,75%	10 000,00	
	WAL1142	25.11.2042	7,00%	10 000,00	

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku [%]
	WA21134	26.11.2034	7,00%	10 000,00	
	WA11128	2028.11.25	7,00%	6 000,00	
	WA11130	2030.11.25	7,00%	12 000,00	
	WA11133	2033.11.25	7,00%	22 580,00	
	WA21128	2028.11.25	7,00%	18 064,00	
	WAB1027	2027.10.01	6,75%	17 000,00	
	WAL0531	2031.05.25	6,59%	7 750,00	
	WAL0925	2025.09.02	6,60%	4 000,00	
	WAL1025	2025.10.08	6,60%	12 000,00	
	WAL1027	2027.10.22	6,60%	27 000,00	
	WAL1125	2025.11.25	7,55%	6 000,00	
	WAL1128	2028.11.25	6,90%	4 500,00	
	WAL1129	2029.11.25	7,51%	5 000,00	
	WAL1130	2030.11.25	8,05%	10 500,00	
	WAL1131	2031.11.25	8,05%	10 000,00	
	WAL1132	2032.11.25	6,75%	12 000,00	
	WAL1133	2033.11.25	6,90%	10 000,00	
	WAL1134	2034.11.25	6,90%	10 000,00	
	WAL1136	25.11.2036	6,90%	10 000,00	
	WAL1137	25.11.2037	6,90%	10 000,00	
	WAL1138	25.11.2038	7,00%	10 000,00	
	WAL1139	25.11.2039	7,00%	10 000,00	
	WAL1140	25.11.2040	7,00%	10 000,00	
	WA11137	25.11.2037	7,00%	10 000,00	
	WA11138	25.11.2038	7,00%	10 000,00	
	WA11136	25.11.2036	7,00%	10 000,00	
	WA11139	25.11.2039	7,00%	10 000,00	
	WA11140	26.11.2040	7,00%	10 000,00	
	WA11134	27.11.2034	7,00%	10 000,00	
	WAL1135	26.11.2035	6,60%	10 000,00	
Razem				366 394,00	

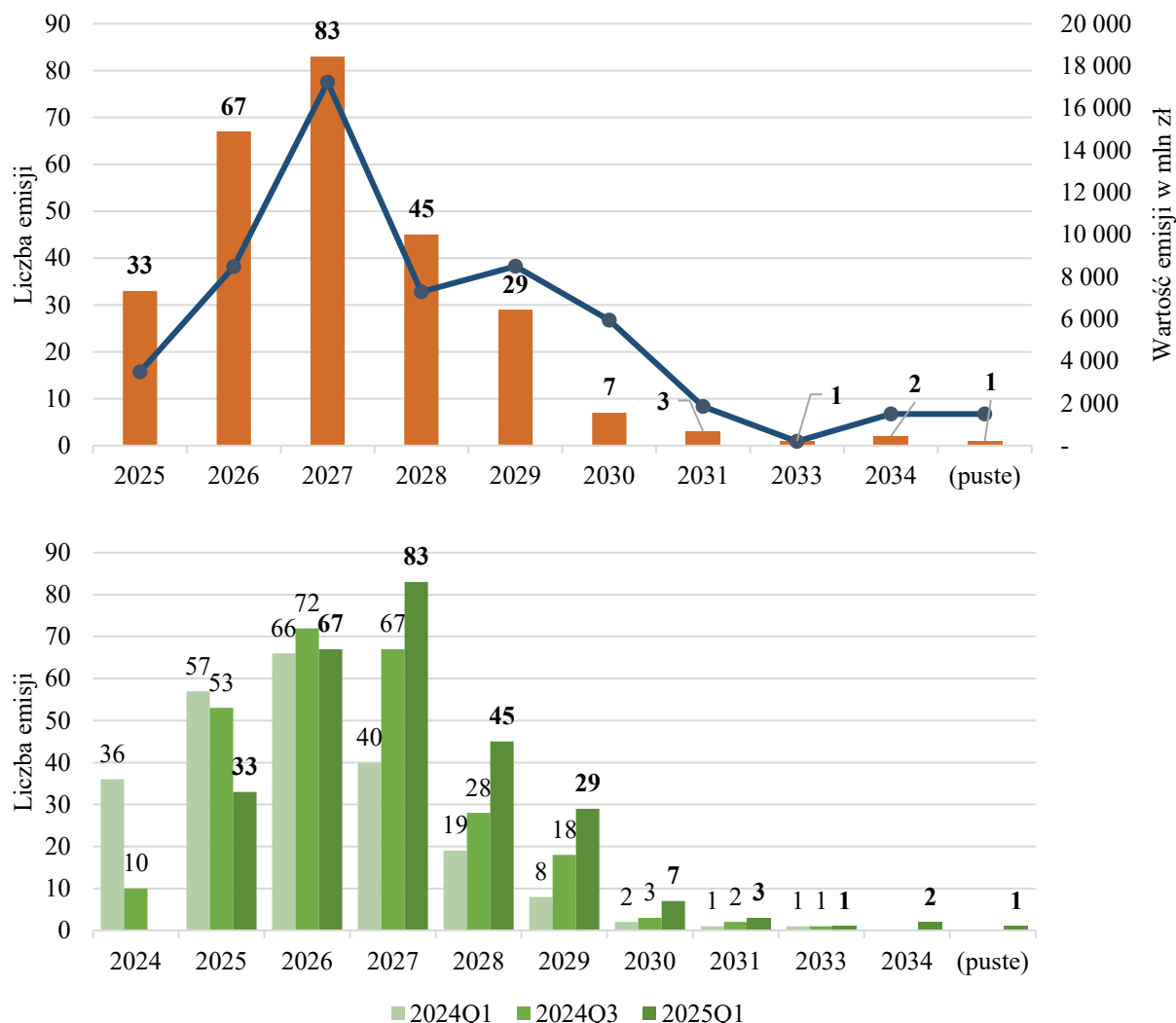
Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Na „długim końcu” rozkładu zapadalności sytuacja, w porównaniu z poprzednimi kwartałami, uległa poprawie. Spośród 13 wzmiankowanych serii ponad połowę (7) stanowiły obligacje wyemitowane po 30 września 2024 r. Były to BFT0330 (Benefit System), BST0630 i BST0930 (Best), KRU1130 i KRU0231 (Kruk), IFL0334 (Internetowy Fundusz Leasingowy) oraz PKO1034-K (PKO BP). Zauważalne jest również zwiększenie się (o 25,4%) liczby emisji cztero- i pięcioletnich. Jeszcze rok temu liczba serii zapadających w latach 2027–2028 wynosiła 59, na koniec marca br. emisji zapadających odpowiednio w latach 2028–2029 było już 74, zwiększenie udziału w populacji wyniosło 1,7 p.p. (wykres 6).

W sektorze obligacji samorządowych rozkład zapadalności (wykres 7) był bardziej spłaszczony i, podobnie jak w poprzednich kwartałach, obejmował dalszy horyzont terminów wykupu, niż to miało miejsce na rynku obligacji przedsiębiorstw. Wyraźnie zarysowuje się tendencja do przesunięcia średniego terminu zapadalności ku dłuższym okresom – liczba emisji

o terminie wykupu po roku 2033 wzrosła w ciągu półrocza o 35 (173 vs 138) tj. do 40,5% (wzrost o 0,7 p.p.).

Wykres 6. Rozkłady zapadalności obligacji przedsiębiorstw nominowanych w złotych

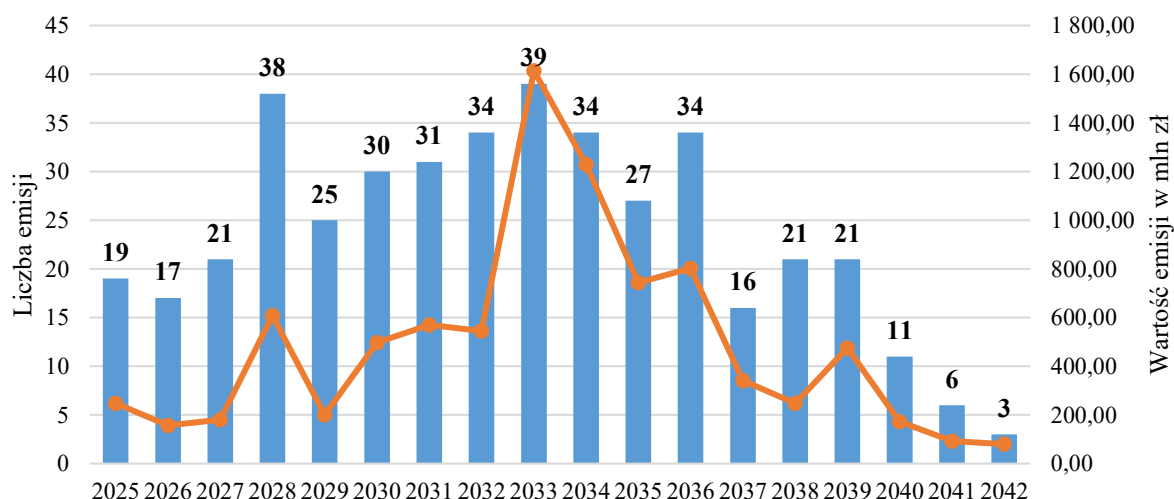


Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

W stosunku do poprzedniego raportu liczba obligacji z terminem wykupu przypadającym po roku 2035 (dziesięcioletnich i dłuższych) wzrosła o blisko 70% (112 vs 66), a w przypadku obligacji zapadających w czwartej dekadzie XXI wieku wzrost był jeszcze bardziej spektakularny. Jeszcze na koniec grudnia 2024 r. była zaledwie jedna taka seria, wyemitowana przez samorząd mielecki (MIE1141), natomiast na koniec I kwartału 2025 r. emisji ponad piętnastoletnich było już 9. Na tak długie terminy zdecydowały się, oprócz rzeczzonego Mielca (druga emisja o symbolu MI1141), również Długołęka (DLU1141), Katowice (KAT1141, KAT1142), Kobyłka (KKA1141, KKA1142), Wałbrzych (WAL1142) oraz Wołomin

(WOL1141). Wartościowo nadal gros wykupów (18,3%) przypada na 2033 r. (1 613,8 mln zł), jednak w odróżnieniu od obligacji korporacyjnych krzywa rozkładu wartości emisji jest bardziej symetryczna.

Wykres 7. Rozkład zapadalności obligacji jednostek samorządu terytorialnego



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

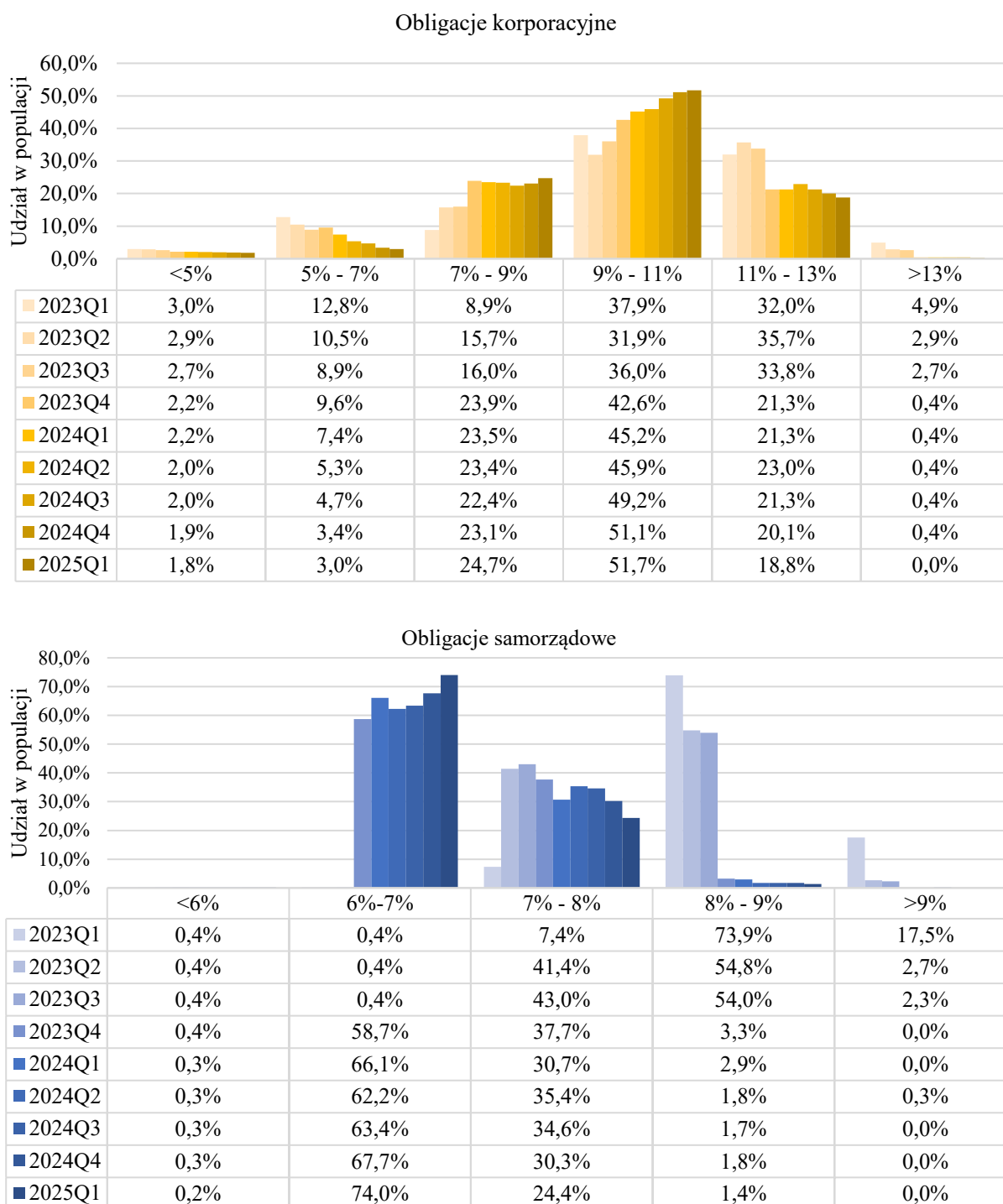
Większość notowanych obligacji korporacyjnych stanowiły obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Kupony obligacji przedsiębiorstw pokrywały nieco mniejszy, niż pół roku wcześniej, przedział pomiędzy 4,0%, a 12,9%, gdyż dwuletnie obligacje BBI Development o kuponie 13,6%, stanowiące we wrześniu ub.r. górną granicę rozkładu, zostały wykupione w lutym br. Ich miejsce zajęły wyemitowane w maju 2024 r. przez Vehis Finanse dwuletnie obligacje VHI0526 (WIBOR 3M + 7%). Na dolnym końcu rozkładu nie nastąpiły żadne przetasowania, najniższy (4,0%) kupon oferowały pięcioletnie obligacje Kruka (KRU0626 i KRU0726).

Rozkład kuponów 271 serii obligacji miał kształt niemal identyczny, jak przed sześcioma miesiącami: przedział pomiędzy 9,0% a 11,0% gromadził mniej więcej połowę (51,7% vs 49,2%) ogółu wyemitowanych serii. Było to o koło 2,5 p.p. więcej niż we wrześniu 2024 r., o tyle samo zmalał udział przedziału będącego po prawej stronie rozkładu (11,0–13,0%), natomiast identyczny wzrost odnotował przedział po lewej stronie (5,0–7,0%). Zmniejszył się ponadto udział emisji na obu skrajach rozkładu.

W rozkładzie oprocentowania obligacji wyemitowanych przez jednostki samorządowe w minionych sześciu miesiącach utrwaliła się tendencja spadku oferowanej marży. Niemniej obserwowane w ostatnich miesiącach ożywienie na rynku pierwotnym obligacji komunalnych

może oznaczać, iż, odmiennie niż jeszcze kilka miesięcy temu, inwestorzy w oczekiwaniu na spadek stóp procentowych zaakceptowali fakt malejącej rentowności nominalnej.

Wykres 8. Rozkłady kuponów obligacji nominowanych w złotych

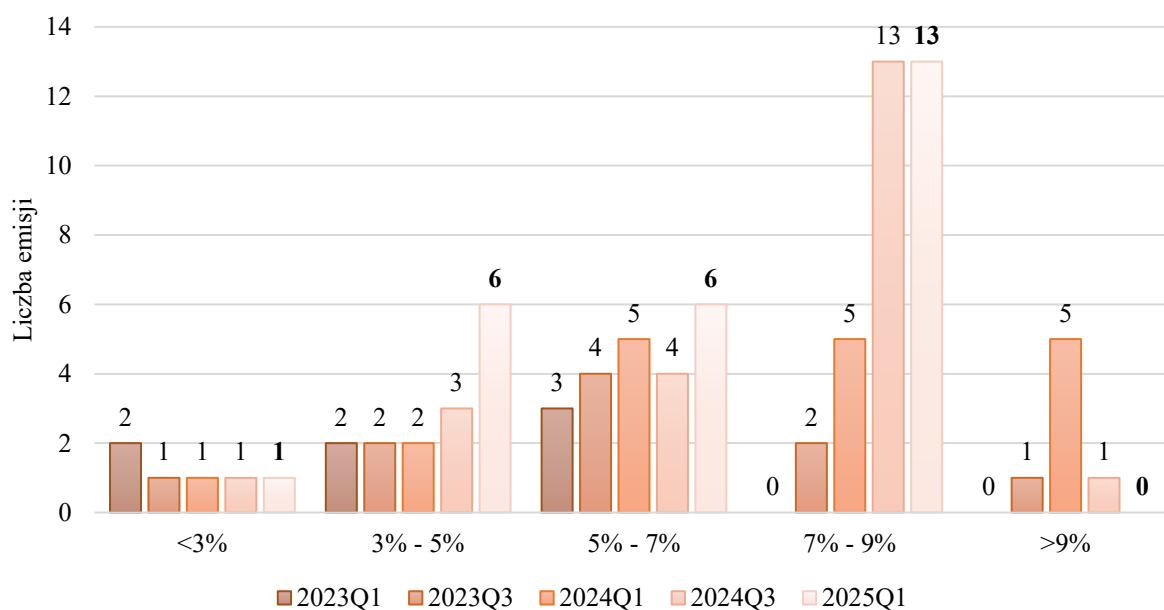


Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

W ciągu pierwszych miesięcy 2025 r. liczebność dwóch głównych przedziałów rozkładu (6,0–7,0% i 7,0–8,0%) uległa zmianie powodującej przesunięcie się – stabilnego przez większość 2024 r. – rozkładu procentowego o ponad 10 p.p. „w lewo”. Na koniec marca 2025 r. niemal trzy czwarte emisji oferowały kupony poniżej 7,0%, przez niemal cały ubiegły rok było to około dwie trzecie populacji. 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 poziom rentowności nie uległ większym zmianom od III kwartału 2024 r. Liczba emisji oferujących kupony w przedziale 7,0–9,0% była identyczna (13), nieznacznie wzrosła liczebność obligacji w przedziale niższych kuponów, pomiędzy 3,0% a 7,0%, co było zasługą nowych emisji PKO BP, Pekao SA oraz PA Nova (wykres 9).

Wykres 9. Obligacje nominowane w euro – rozkład kuponów

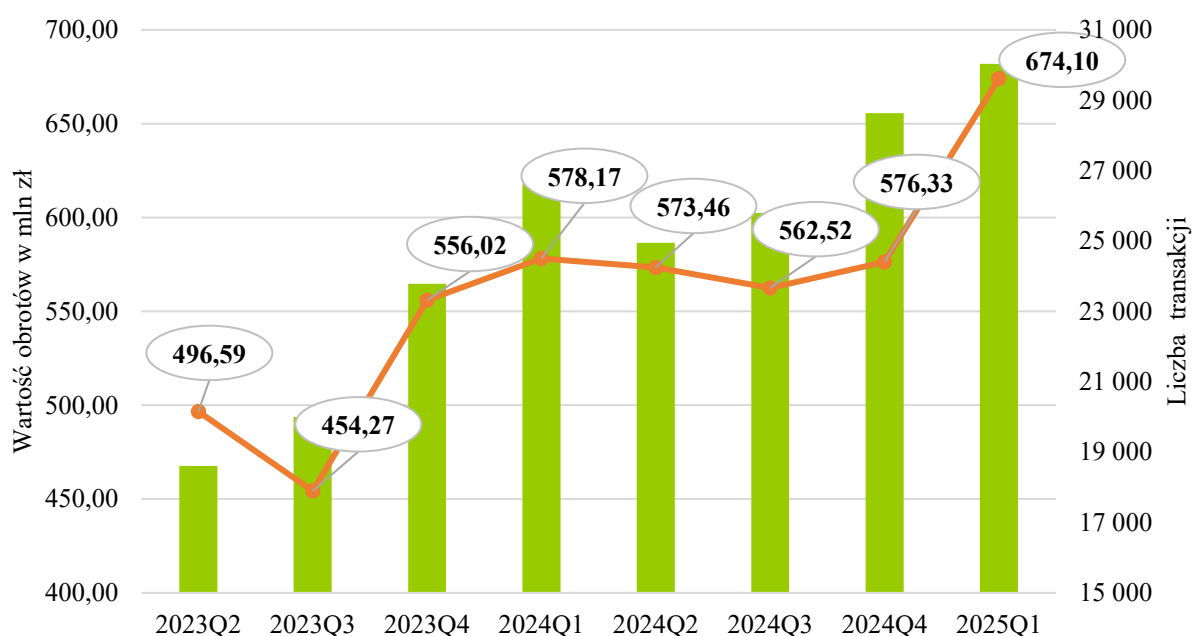


Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

Aktywność rynku wtórnego tradycyjnie ograniczyła się do obligacji komercyjnych. Spośród obecnych na Catalyst niemal 430 serii obligacji komunalnych w minionych sześciu miesiącach na rynku wtórnym odnotowano zaledwie 7 transakcji tymi instrumentami na łączną kwotę niespełna 48 tys. zł. Podobnie śladowy wymiar miał rynek transakcji papierami korporacyjnymi nominowanymi w euro. Obroty od początku IV kwartału ubiegłego roku do końca I kwartału 2025 r. zamknęły się kwotą nieco ponad 3 mln euro (w sumie 25 transakcji).

Natomiast na rynku wtórnym obligacji przedsiębiorstw w ciągu dwóch ostatnich kwartałów zawarto 58 669 transakcji, co było wynikiem o około 15,6% lepszym niż w poprzednim okresie sprawozdawczym (50 741) i ponad 16,4% lepszym niż rok wcześniej (50 399). Liczba emitentów, których papiery znajdowały się w aktywnym obrocie pozostawała stabilna, w ciągu ośmiu ostatnich kwartałów wahała się pomiędzy 76 a 82. Wartość obrotów przekroczyła w ostatnim półroczu 1,25 mld zł. Na wynik ten wpłynął przede wszystkim obrót uzyskany w pierwszych trzech miesiącach 2025 r., który był o blisko 100 mln zł wyższy niż w IV kwartale ub.r. (674,1 mln zł vs 576,3 mln zł). I kwartał tego roku był pierwszym w historii Catalyst okresem z obrotami przekraczającymi 600 mln zł (wykres 10).

Wykres 10. Aktywność rynku wtórnego od II kwartału 2023 r. do I kwartału 2025 r.



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

Preferencje inwestorów co do wyboru kupowanych na wtórnym rynku papierów w ostatnim półroczu nie uległy zmianom. Nadal do najchętniej kupowanych obligacji, biorąc za kryterium wartość obrotów, należały papiery państwowych spółek flagowych (PKO, Pekao, Alior, PZU, KGHM) a także prywatnych banków i podmiotów sektora finansowego (Milenium, Kruk, Best, Pragma) oraz największych deweloperów (Ghelamco Invest, Echo Investment, Cavatina Holding, Polski Holding Nieruchomości, Marvipol). Grono to uzupełniały Cyfrowy Polsat oraz twórca gier wideo Vivid Games. Obrót każdego z wymienionych emitentów przekroczył w ostatnich sześciu miesiącach wartość 20 mln zł, szczegóły zawiera tabela 11.

Łączny obrót obligacjami tych przedsiębiorstw wyniósł w okresie sprawozdawczym niemal miliard złotych (980,2 mln zł, 78,3% globalnej wartości rynku wtórnego w tym okresie).

Biorąc za kryterium liczbę transakcji można uzyskać odmienną kolejność emitentów, jednak nadal w większości przypadków są to obligacje tych samych podmiotów – w grupie 10 emitentów znajdujących się na czele tak skonstruowanego zestawienia znalazł się zaledwie jeden podmiot – Kredyt Inkaso – niewystępujący w tabeli 11.

Tabela 11. Obligacje o największym obrocie na rynku wtórnym w okresie IV kwartał 2024 r. – I kwartał 2025 r.

Emitent	Wartość obrotu [tys. zł]	Liczba transakcji	Udział w rynku [%]	Zmiana udziału w okresie półroczu [p.p.]
PKO	142 403,3	307	11,37	6,40
Pekao	137 231,0	1 712	10,96	-0,86
PZU	104 195,3	377	8,32	2,42
Ghelamco Invest	99 634,5	5 095	7,95	-7,25
Kruk	95 696,9	7 568	7,64	3,58
Cyfrowy Polsat	60 560,4	1 466	4,84	1,87
Cavatina Holding	61 506,8	5 941	4,91	1,50
Echo Investment	46 141,2	2 763	3,68	0,02
Polski Holding Nieruchomości	39 594,2	456	3,16	0,40
Best	38 138,6	4 782	3,04	n.d.
KGHM	33 114,9	1 160	2,64	-1,50
PragmaGO	30 595,8	3 723	2,44	-0,59
Vivid Games	26 048,7	2 260	2,08	n.d.
Millenium	24 733,4	44	1,97	-0,77
Alior	20 535,0	201	1,64	-4,13
Marvipol	20 074,0	1 792	1,60	n.d.
Suma	980 203,9	39 647	78,26	-

Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

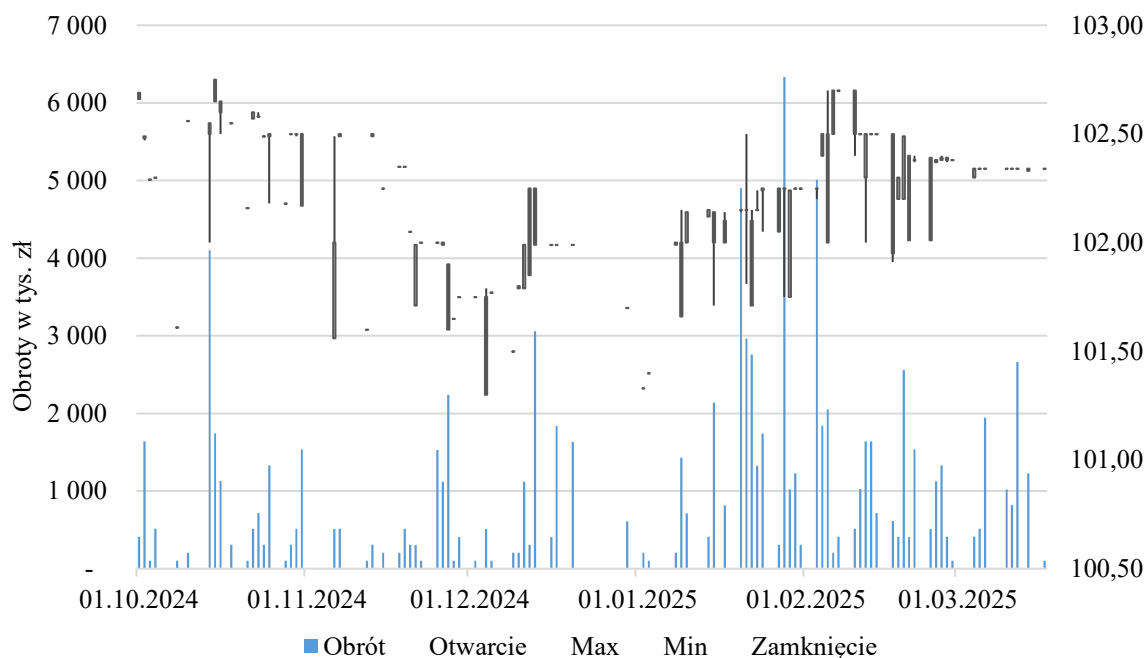
W analizowanym okresie obroty papierami każdego z trzech emitentów (PKO, Pekao i PZU) przekroczyły wartość 100 mln zł a czwartemu na liście Ghelamco Invest niewiele zabrakło do osiągnięcia tego poziomu. Liczba emitentów, którzy w analizowanym okresie odnotowali ponad 20 mln zł obrotów, była porównywalna do poprzedniego zestawienia, wyniosła o jednego więcej niż we wcześniejszym półroczu. Z grona odnotowanego w poprzednim zestawieniu ubyły mBank oraz CCC, w ich miejsce pojawiły się Best, Vivid Games oraz Marvipol.

Na czele zestawienia 10 emitentów, których obligacje były najczęściej przedmiotem transakcji, znalazły się Kruk, Cavatina Holding oraz Ghelamco Invest. Tradycyjnie już papiery

wartościowe spółek państwowych w tym zestawieniu mocno traciły – z grona z trzech emitentów dominujących w zestawieniu opartym o wartość transakcji (PKO, Pekao i PZU) w pierwszej dziesiątce drugiego zestawienia znalazł się jedynie Pekao i to na ostatnim miejscu.

Pojedynczym komercyjnym papierem dłużnym o najwyższej wartości obrotów pozostaje niezmiennie od IV kwartału 2023 r. dziesięcioletnia obligacja PZU0727 (wykres 11), której obrót w minionym półroczu wyniósł blisko 104,2 mln zł, co stanowiło 8,3% udziału w rynku. Pierwszą trójkę uzupełniały obligacje pozostałych liderów zestawienia wartościowego emitentów, znajdującego się w tabeli 11, a mianowicie obligacje PKO0229 z obrotem 79,3 mln zł (udział 6,3%) i PEO1027 notujące obrót 66,8 mln zł (udział 5,3%).

Wykres 11. Notowania obligacji PZU0727



Źródło: Biznesradar.pl.

W okresie analizowanego półrocza kurs obligacji PZU0727 poruszał się w dość wąskim zakresie pomiędzy 101,30 zł a 103,19 zł. Na początku IV kwartału 2024 r. rynek wyceniał obligacje na 102,66 zł a na koniec marca 2025 r. na 103 zł. W ostatnim dniu marca br. rentowność brutto do wykupu wyniosła 5,537%, a po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych i podatku było to 4,03%. Ocena ratingowa wydana PZU przez S&P Global Rating w czerwcu ub. roku („A-”, perspektywa pozytywna) na obecną chwilę nie uległa aktualizacji.

W tabeli 12 znalazły się aktualne długoterminowe ratingi najaktywniejszych na rynku Catalyst podmiotów przyznane przez główne agencje ratingowe analizujące wiarygodność kredytową emitentów obligacji.

Tabela 12. Aktualne oceny ratingowe wybranych polskich emitentów

Emitent	Rating	Perspektywa	Wystawca
Alior	BB+	stabilna	Fitch Ratings
	BB+	pozytywna	Standard & Poor's
Cyfrowy Polsat	BB	stabilna	Standard & Poor's
	BB	stabilna	Fitch Ratings
Kruk	BB-	stabilna	Standard & Poor's
	Ba1	stabilna	Moody's
Millenium	BB+	pozytywna	Fitch Ratings
	Baa1/Prime-2	b.d.	Moody's
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

Źródło: strony internetowe emitentów.

5.03.2025 r. Zarząd KRUK S.A. poinformował o potwierdzeniu przez agencję ratingową S&P Global ratingu korporacyjnego Grupy KRUK na poziomie „BB-” z perspektywą stabilną. Decyzją spółki, współpraca z agencją S&P Global została zakończona, a opublikowana ocena jest ostatnią oceną ratingową jaką publikuje wspomniana agencja.

W minionych tygodniach uwagę inwestorów przykuły zawirowania wokół papierów dłużnych Ghelamco Invest, jednego z liderów rynku wtórnego Catalyst. Obligacje działającej w Polsce spółki, należącej do belgijskiego potentata na rynku nieruchomości, notują duże spadki od początku maja. Według ekspertów inwestorów niepokoi nagłe odejście kilku członków zarządu, sytuacja finansowa firmy oraz uwagi w raporcie audytora. Analitycy z portalu obligacje.pl w komentarzu stwierdzają, że główną przyczyną kłopotów na rynku Catalyst były obawy o sytuację finansową spółki i sięgające 190,7 mln euro straty, które wynikały z bliżej niewyjaśnionych odpisów na należności związane z krajami Europy Wschodniej. Raport roczny Ghelamco Invest za 2024 r., opublikowany 30.04.2025 r., wywołał popłoch na rynku. Obligacje dewelopera straciły na wartości, spadając poniżej 80,0% nominału.

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 31 marca 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 ponad 98,8% portfela papierów dłużnych posiadanych przez banki spółdzielcze kontynuowana była – zapoczątkowana około 1,5 roku temu – tendencja do przeważania krótszych horyzontów inwestycyjnych. Na koniec marca 2025 r. udział bonów pieniężnych w stosunku do września 2023 r. zwiększył się o niemal 15 p.p. a wobec stanu sprzed roku o 7,5 p.p. – w ostatnich 6 miesiącach przyrost wyniósł blisko 5,3 p.p.

Tabela 13. Struktura zaangażowania banków spółdzielczych, uczestników Systemu Ochrony SGB, w papiery dłużne od 30.09.2024 r. do 31.03.2025 r.

Wyszczególnienie	III kw. 2024 r.		IV kw. 2024 r.		I kw. 2025 r.	
	Wartość nominalna [tys. zł]	Udział [%]	Wartość nominalna [tys. zł]	Udział [%]	Wartość nominalna [tys. zł]	Udział [%]
bonny pieniężne	11 389 850	77,05	13 758 800	79,75	15 287 300	82,34
obligacje skarbowe	353 000	2,39	373 000	2,16	530 000	2,85
obligacje komercyjne	6 800	0,05	6 800	0,04	6 800	0,04
obligacje komunalne	132 965	0,90	208 308	1,21	211 468	1,14
obligacje „państwowe”	2 899 700	19,62	2 904 700	16,84	2 528 700	13,62
Suma	14 782 315	100,00	17 251 608	100,00	18 564 268	100,00%

Źródło: SGB-Bank S.A.

Zaangażowanie w papiery korporacyjne ograniczyło się do papierów dłużnych spółki zależnej od SGB-Banku S.A. Kwotowo nieznacznie – w stosunku do wartości globalnego portfela papierów dłużnych będących w posiadaniu banków – jednak procentowo znacząco, bo aż o 59,0%, wzrosło w minionym półroczu zaangażowanie w obligacje samorządowe i wyniosło na koniec marca br. prawie 211,5 mln zł. Udział w portfelu wyniósł około 25 p.b. więcej niż to miało miejsce we wrześniu 2024 r. Udział obligacji skarbowych o dłuższych

tenorach przyrósł o 45 p.b. jednak nadal był marginalny (nie przekroczył 3,0% portfela papierów dłużnych banków spółdzielczych, uczestników Systemu Ochrony SGB), choć w ujęciu kwotowym wynosił już ponad pół miliarda złotych.

Na inwestycje w papiery komunalne składały się zaangażowania 24 banków spółdzielczych w obligacje 45 samorządów. W stosunku do ubiegłego raportu liczba gmin, miast i powiatów, które sprzedały swoje papiery dłużne, wzrosła o 8 (21,6%), a liczba nabywców powiększyła się o 6 podmiotów (33,3%). Papiery 10 emitentów znalazły się w portfelach więcej niż jednego banku, w przypadku 2 emitentów nabywcą było nie mniej niż 3 uczestników Systemu Ochrony SGB. Największą popularnością cieszyły się obligacje Gminy Dopiewo, które kupiło 5 banków na łączną kwotę 44 mln zł, co okazało się również wystarczające do zajęcia na koniec I kwartału 2025 r. pierwszego miejsca w rankingu wartościowym. Nie zmieniła się w ciągu sześciu miesięcy wartość objętych obligacji Gminy Pelplin (25 mln zł), nieznacznie wzrosła wartość posiadanych obligacji Gminy Sierakowice (z 17 mln zł do 18,1 mln zł), w obu przypadkach wystarczyło to do utrzymania miejsc na podium rankingu.

Łączny udział największych 8 emitentów w globalnej wartości inwestycji w papiery komunalne dokonanych przez banki spółdzielcze sięgał niemal dwóch trzecich (62,3%) całego portfela papierów wyemitowanych przez samorządy. Kompletny ranking zawiera tabela 14.

Tabela 14. Emitenci obligacji komunalnych, utrzymywanych przez banki spółdzielcze, uczestników Systemu Ochrony SGB, na koniec marca 2025 r.

Emitent	Wartość nominalna [zł]	Liczba Uczestników Systemu Ochrony SGB
Gmina Dopiewo	44 000 000	5
Gmina Pelplin	25 000 000	2
Gmina Sierakowice	18 130 000	3
Gmina Śrem	13 000 000	2
Gmina Ścinawa	10 000 000	1
Gmina Kotła	7 600 000	1
Powiat czarnkowsko-trzcianecki	7 000 000	2
Gmina Miejska Wągrowiec	7 000 000	1
Gmina Lubraniec	6 250 000	1
Gmina Nowy Dwór Gdański	6 250 000	1
Gmina Suchy Las	6 150 000	2
Gmina Sława	6 000 000	1
Gmina i Miasto Odolanów	5 200 000	2
Gmina Kleszczewo	4 500 000	1
Miasto i Gmina Nakło nad Notecią	4 000 000	1
Gmina Czarna Woda	3 000 000	1

Emitent	Wartość nominalna [zł]	Liczba Uczestników Systemu Ochrony SGB
Gmina Kwidzyn	2 993 000	1
Gmina Stawiski	2 900 000	1
Powiat Kościan	2 500 000	2
Gmina Września	2 000 000	1
Miasto Puszczykowo	2 000 000	1
Czarna Woda	2 000 000	1
Gmina Środa Wielkopolska	1 848 000	1
Gmina i Miasto Pajęczno	1 800 000	1
Gmina Szemud	1 800 000	1
Gmina Biesiekierz	1 800 000	1
Gmina Nakło	1 500 000	1
Gmina Dragacz	1 500 000	1
Gmina Gródek	1 284 000	1
Gmina Nowe	1 100 000	2
Gmina Dzierżoniów	1 070 000	1
Miasto Białogard	1 000 000	1
Powiat Żnin	1 000 000	1
Gmina Pniewy	1 000 000	1
Gmina Czaplinek	1 000 000	1
Gmina Duszniki	900 000	1
Miasto i Gmina Działoszyn	900 000	1
Gmina Wschowa	800 000	1
Stare Miasto	653 000	1
Gmina Miejska Nieszawa	650 000	2
Gmina Kcynia	600 000	1
Gmina Nowe	600 000	1
Gródek	478 000	1
Gmina Dygowo	412 000	1
Gmina Morzeszczyn	300 000	1
Suma	211 468 000	

Źródło: SGB-Bank SA.

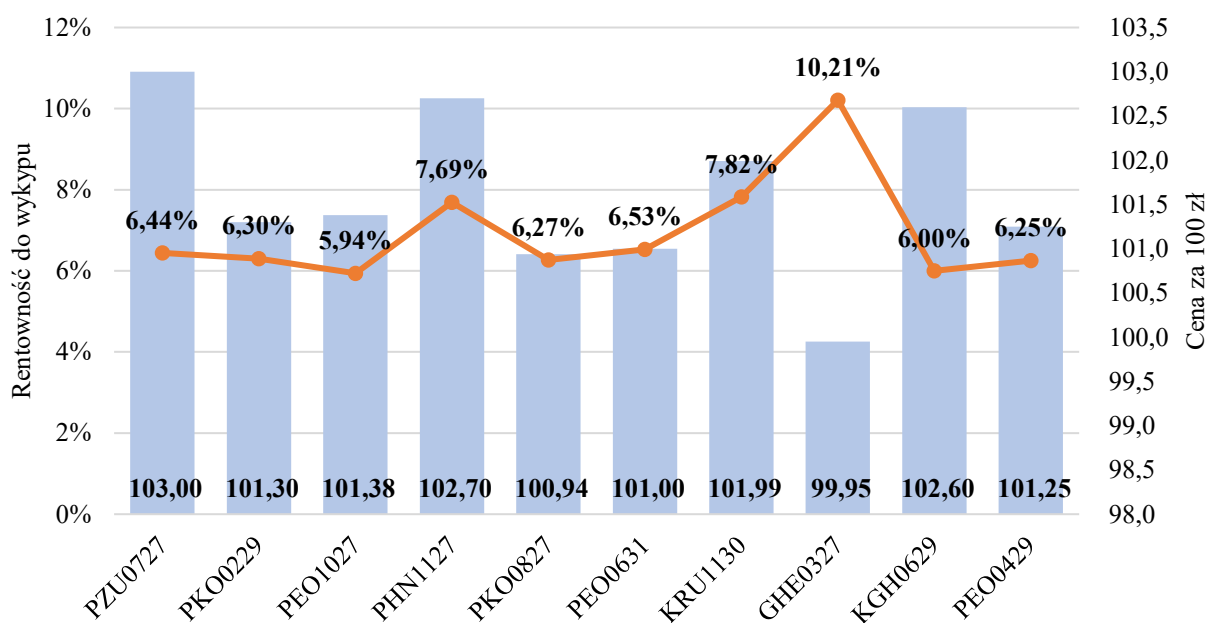
5. Porównanie efektywności wybranych do analizy obszarów inwestycyjnych dostępnych na rynku

1) Rynek obligacji i rynek akcji

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

Rentowność brutto do wykupu na koniec marca 2025 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 59 p.b. (5,94–6,53%) był kolekcją rentowności obligacji wyemitowanych przez cztery duże podmioty z przewagą kapitału należącego do Skarbu Państwa (PKO; Pekao, PZU i KGHM).

Wykres 12 Rentowność brutto do wykupu na dzień 31.03.2025 r. – obligacje o największym obrocie w okresie 30.09.2024 r. – 31.03.2025 r.



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

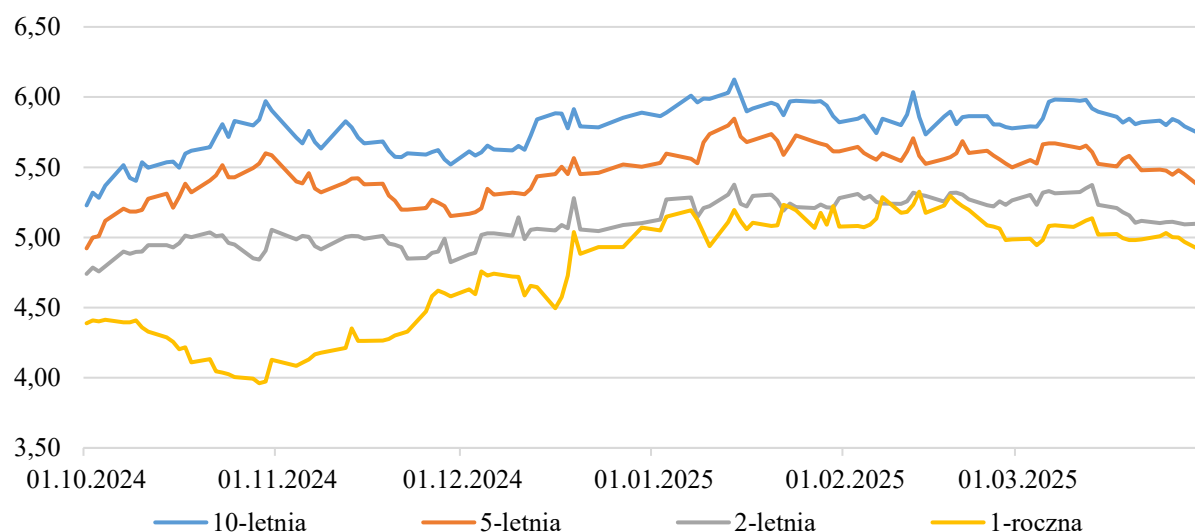
Pozostałe obligacje emitentów „prywatnych” – Polskiego Holdingu Nieruchomości, Kruka i Ghelamco Invest – generowały rentowności w przedziale znacznie szerszym 7,69–10,21% (wykres 12) co w znaczącym stopniu było „zasługą” jednego waloru, a mianowicie obligacji GHE0327, do czego przyczynić się mogły wspomniane wcześniej obawy inwestorów

o standing finansowy firmy. Pozostałe dwie obligacje, PHN1127 i KRU1130, oferowały marże lepsze od średniej dla spółek państwowych (6,25%) o mniej więcej 1,5 p.p. Dystans ten zmniejszył się w ciągu sześciu miesięcy o około 1 p.p. Zauważyć należy, że od daty poprzedniego raportu krzywa rentowności dla czterech emitentów ze znaczącym udziałem Skarbu Państwa przesunęła się prawie równolegle na obu końcach o ok. 75 p.b., co było wynikiem oczekiwań inwestorów na obniżenie stóp procentowych NBP.

Długoterminowe obligacje skarbowe w ostatnim półroczu poruszały się w tym samym przedziale cenowym, co w poprzednim półroczu. O ile jednak w okresie analizowanym poprzednio dominował lekki trend spadkowy, tym razem dało się zaobserwować odwrotną tendencję. W drugim tygodniu stycznia br. rentowność obligacji dziesięcioletnich przebiła krótkoterminowo poziom 6,0%. Z mniejszym impetem w tym samym kierunku podążały obligacje dwu- i pięcioletnie. Mogło to być spowodowane zarówno spadkiem optymizmu inwestorów, wolniejszym od spodziewanego ożywieniem gospodarczym, a także rekordowo wysokim deficytem budżetu, który musiał ratować się oferowaniem wyższych marż w celu pozyskania finansowania.

W I kwartale 2025 r. wraz z napływającymi bardziej optymistycznymi sygnałami gospodarki sytuacja na rynku długu się uspokoiła i dał się zauważyć powrót do tendencji wypłaszczenia się krzywych na poziomach pomiędzy 5,75 p.p. (dla 10Y) do 5,25 dla (2Y). Instrumenty o zapadalności dłuższej niż roczne – te ostatnie były najbardziej podatne na krótkoterminowe spekulacje – odwzorowywały tę samą dynamikę (wykres 13).

Wykres 13. Rentowność polskich obligacji skarbowych w okresie od 30.09.2024 r. do 31.03.2025 r.

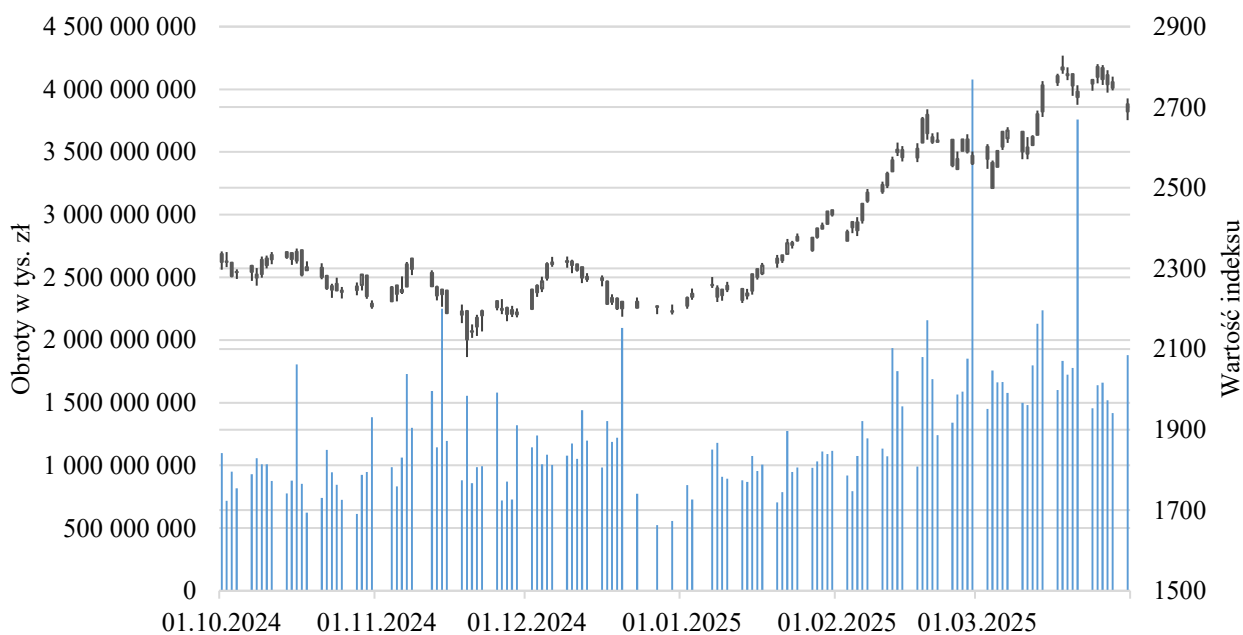


Źródło: Reuters.

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

Główny indeks polskiej giełdy w pierwszych trzech miesiącach minionego półrocza kontynuował trwający od początku maja ub.r. trend spadkowy osiągając minimalny w całym 2024 r. poziom notowań, wynoszący 2 123 punkty. Przez kolejny miesiąc trwał okres przesilenia, po którym giełda ruszyła w górę, a mocna przez cały ubiegły rok linia oporu na poziomie 2 600 pkt., została w połowie lutego 2025 r. przełamana. Doprowadziło to pod koniec marca br. do osiągnięcia przez WIG20 poziomów nienotowanych od 14 lat. 25.03.2025 r. WIG20 osiągnął wartość 2800 punktów – poprzednie notowania na tych poziomach miały miejsce w I kwartale 2011 r.

Wykres 14. Wartość indeksu WIG20 w okresie od 30.09.2024 r. do 31.03.2025 r.



Źródło: GPW.pl.

I kwartał br. zakończył się na nieco niższym poziomie wynoszącym 2689 pkt., co i tak wystarczyło do tego, aby w horyzoncie sześciu miesięcy, zapoczątkowanych w październiku ub.r., odnotować wynik lepszy od wszystkich największych giełd europejskich. Od strony fundamentalnej taki rozwój wypadków nie jest do końca wytłumaczalny. Zmiany będące pokłosiem przeobrażeń w światowym układzie politycznym i gospodarczym wydają się póki co wykraczać swoją skalą i zasięgiem oddziaływania poza możliwości rynkowej oceny.

Hipotezę tę zdaje się potwierdzać duże rozchwianie (kilkunasto- a nawet ponad dwudziestoprocentowe) wszystkich analizowanych indeksów (tabela 15). Inwestorzy łatwo ulegali zmiennym nastrojom. Koniec końców główne giełdy amerykańskie wraz z tokijską zakończyły marzec 2025 r. na poziomach niższych od wrześniowych z poprzedniego roku, choć jeszcze w końcówce roku 2024 obserwowano na nich oznaki optymizmu.

Z kolei giełdy europejskie – w tym GPW – pogrążone były niemal do końca ubiegłego roku w nastrojach pesymistycznych, których apogeum przypadało na okres elekcji D. Trumpa na stanowisko prezydenta Stanów Zjednoczonych, po czym w I kwartale 2025 r. odnotowały wydawać by się mogło niczym konkretnym nieuzasadnione ożywienie, prowadzące do marcowych maksimów. W przypadkach Polski i Niemiec plusy te w ujęciu względnym miały nawet wymiar dwucyfrowy. Prawdopodobnie zadziałał tutaj efekt „kupowania przyszłości”: większość inwestorów doszła do wniosku, że gorzej już nie będzie.

Tabela 15. Zmiany indeksów giełdowych od października 2024 r. do kwietnia 2025 r.

INDEKS	NASDAQ100	S&P500	FTSE100	DAX	NIKKEI225	CAC40	WIG20
Kurs Otwarcia	17 910	5 709	8 277	19 213	38 652	7 574	2 316
Kurs Maksymalny	20 174	6 144	8 871	23 419	40 281	8 200	2 800
Data	16.12.2024	19.02.2025	03.03.2025	06.03.2025	27.12.2024	03.03.2025	25.03.2025
Kurs Minimalny	17 299	5 521	8 026	19 003	35 618	7 143	2 123
Data	31.03.2025	13.03.2025	12.11.2024	13.11.2024	31.03.2025	27.11.2024	19.11.2024
Kurs Zamknięcia	17 299	5 612	8 583	22 253	35 618	7 791	2 689
Δ 1	-611	-97	306	3 040	-3 034	217	373
Δ 2	-3,41%	-1,70%	3,70%	15,82%	-7,85%	2,87%	16,11%
Δ 3	2 875	623	845	4 416	4 663	1 057	677
Δ 4	16,62%	11,28%	10,53%	23,24%	13,09%	14,80%	31,89%

Δ 1 Zmiana zamknięcie - otwarcie [wartość]

Δ 2 Zmiana Δ 1/otwarcie [%]

Δ 3 Zmiana maksimum - minimum [wartość]

Δ 4 Zmiana Δ 3/minimum [%]

Źródło: investing.com, obliczenia własne.

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 16 banków spółdzielczych, a ich wartość bilansowa wg sprawozdań NB300 sporządzonych przez banki na dzień 31.03.2025 r., wynosiła nieco ponad 135 mln zł.

Tabela 16. Stopy zwrotu funduszu SGB Dłużny SFIO według stanu w dniu 31.03.2025 r.

Wyszczególnienie	1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Stopa zwrotu	-0,24%	3,03%	4,00%	4,14%	6,43%	13,66%	27,63%
Średnia w grupie	-0,22%	3,00%	4,02%	4,33%	6,83%	14,58%	28,72%
Pozycja w grupie	13/28	16/28	15/28	16/28	19/26	15/26	11/26
Pozycja w grupie w poprzednich 6 miesiącach	29/30	26/29	24/28	18/28	22/28	16/28	29/30

Źródło: Analizy.pl.

W okresie ostatnich miesięcy SGB Dłużny SFIO odnotował wyniki, co najwyżej, na tle konkurencji, przeciętne. Najkrótsze horyzonty czasowe (miesiąc, kwartał) przyniosły ujemne stopy zwrotu, choć zbieżne ze średnią odnotowaną przez konkurencyjne fundusze. W dłuższych przedziałach czasu stopy zwrotu pozostawały dodatnie.

Jedynie w horyzoncie miesięcznym i trzyletnim fundusz znalazł się w „górnej połowce” grupy porównawczej, jednak nawet w tych przypadkach były to pozycje poza pierwszą dziesiątką najlepiej zarządzanych funduszy. Pozytywna w tej sytuacji jest relatywna (w stosunku do poprzedniego raportu) poprawa wyników w porównaniu do innych funduszy klasyfikowanych w tej samej kategorii.

Opracowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zweryfikowali: Maciej Białkowski, Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zaakceptował: Michał Jurek