



**Raport rynkowy**  
**nr 1/2026**

Poznań, maj 2026 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
5. Porównanie efektywności wybranych do analizy obszarów inwestycyjnych dostępnych na rynku .....	45
1) Rynek obligacji i rynek akcji .....	45
2) Rynek funduszy inwestycyjnych .....	48

## 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 do 8 maja 2026 r.

\*\*\*

Zgodnie z kwietniową prognozą Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), tempo wzrostu światowego PKB w 2026 r. ma wynieść 3,1%, by w 2027 r. osiągnąć 3,2%. Będą to wyniki niższe od średniej z lat 2024–2025, wynoszącej 3,4%, i od średniej historycznej z lat 2000–2019, sięgającej 3,7%. Światowa inflacja, mierzona indeksem cen dóbr i usług konsumpcyjnych, ma w 2026 r. wynieść 4,4%, a w 2027 r. spaść do 3,7%. Prognozy oparto na założeniu, że konflikt na Bliskim Wschodzie będzie ograniczony i wygaśnie w połowie 2026 r.

W podejściu szokowym, zakładającym przedłużanie się konfliktu, MFW przyjął osłabienie światowego wzrostu gospodarczego w 2026 r. o 1,3 p.p., do 1,8%. Światowa gospodarka znalazłaby się w recesji, ponieważ poziomem ją wyznaczającym jest tempo zmian globalnego PKB oscylujące wokół 2,0%. W 2027 r. tempo wzrostu światowego PKB byłoby niższe o 1,0 p.p., sięgając 2,2%. Ograniczenie tempa zmian PKB byłoby zarazem bardziej – bo ok. dwukrotnie silniej - odczuwalne w krajach rynków wschodzących i rozwijających się. Inflacja mierzona zmianami cen dóbr i usług konsumpcyjnych, w latach 2026–2027, wyniosłaby odpowiednio: 5,8%, i 6,1%.

W Polsce, produkt krajowy brutto niewyrównany sezonowo w IV kwartale 2025 r. zwiększył się realnie o 4,0% r/r. Na ten wzrost wpłynęło przede wszystkim zwiększenie popytu krajowego o 4,3% r/r. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych zwiększyło się o 4,2% r/r, a spożycie publiczne o 7,3% r/r. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 4,7% r/r. Stopa inwestycji wyniosła 22,3% wobec 22,4% rok wcześniej.

Dane na temat PKB potwierdziły utrzymanie silnego popytu konsumpcyjnego. Za to tempo zmian inwestycji okazało się słabsze od pierwotnych oczekiwań. W warunkach przesuwania w czasie wykorzystania środków z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności oraz ograniczonej liczby przetargów w 2025 r. trudno było oczekiwać

dwucyfrowej dynamiki zmian tej pozycji w ostatnim kwartale minionego roku. Część robót przesunięto na 2026 r. i ich wpływ w statystykach GUS dopiero się ujawni w 2026 r.

Sytuacja polskiego sektora przemysłowego nie jest jednoznaczna. Wprawdzie wraz z budownictwem sektor ten będzie beneficjentem spodziewanej poprawy koniunktury, a także rosnącego popytu związanego z budową obiektów infrastrukturalnych i związanych z obronnością, to skala niepewności jest wciąż duża. Napływ nowych zamówień jest słaby, rośnie za to inflacja kosztowa. Wzrost kosztów działalności, ograniczający aktywność gospodarczą, może jeszcze się pogłębić wraz z przedłużeniem konfliktu zbrojnego między Stanami Zjednoczonymi i Izraelem a Iranem. Zamknięcie cieśniny Ormuz, newralgicznej dla transportu ropy naftowej i gazu ziemnego z krajów Bliskiego Wschodu, spowodowało skokowy wzrost cen tych surowców na giełdach światowych.

Według szacunków GUS produkcja sprzedana przemysłu w I kwartale 2026 r. była o 2,9% r/r wyższa. Przyspieszenie produkcji nastąpiło w marcu, kiedy to po wyeliminowaniu sezonowości odnotowano przyrost o 7,0% r/r i o 8,8% m/m. Produkcja wzrosła we wszystkich sekcjach przemysłu, najslabiej w przetwórstwie przemysłowym (o 2,0%).

Niemrawa pozostała działalność budowlano-montażowa. Produkcja ta w I kwartale 2026 r. obniżyła się w skali roku o 7,0%, na co wpłynęły m.in. wyjątkowo niekorzystne warunki atmosferyczne w styczniu i lutym br. Znacznie słabsza niż przed rokiem była produkcja budowlano-montażowa w jednostkach specjalizujących się w robotach wykończeniowych. Istotny spadek produkcji nastąpił w podmiotach realizujących głównie roboty związane z budową dróg kołowych i szynowych.

Zgodnie z danymi GUS w I kwartale 2026 r. w budownictwie mieszkaniowym oddano do użytkowania 45,2 tys. mieszkań, mniej o 1,4% r/r. Przyczyną spadku była ograniczona aktywność deweloperów, którzy przekazali do eksploatacji 26,1 tys. mieszkań – o 5,9% r/r mniej. Liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (45,9 tys.) była jednak aż o 10,7% r/r wyższa, co zapowiada powrót aktywności inwestycyjnej.

Koniunktura w rolnictwie pogorszyła się. Z badań Instytutu Rozwoju Gospodarczego Szkoły Głównej Handlowej (IRG SGH) wynika, że choć osłabienie koniunktury rolnej na początku roku jest zjawiskiem typowym, uwarunkowanym cyklem wegetacyjnym, to skala pogorszenia w I kwartale 2026 r. była zbyt duża, by przypisywać je wyłącznie czynnikom sezonowym. Przyczynami były niskie ceny skupu płodów rolnych, spadek produkcji i załamanie się nastrojów rolników.

Filarem wzrostu gospodarczego jest krajowa konsumpcja. Według wstępnych szacunków GUS w I kwartale 2026 r. sprzedaż detaliczna była o 4,8% wyższa niż przed

rokiem (wówczas notowano wzrost o 1,4%). W większości grup sprzedaż detaliczna była wyższa niż rok wcześniej.

Wymiana międzynarodowa pozostała stłumiona. W pierwszych dwóch miesiącach 2026 r. eksport obniżył się w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. o 1,5% do 248,1 mld zł, a import spadł o 2,4% do 248,4 mld zł (przed rokiem notowano spadek eksportu o 0,8% i wzrost importu o 4,3%). Wymiana zamknęła się ujemnym saldem w kwocie 0,4 mld zł (wobec minus 2,7 mld zł przed rokiem).

W okresie od stycznia do marca 2026 r. wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w skali roku wyniósł 2,4% (rok wcześniej ceny wzrosły o 4,9%). Już w marcu 2026 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych były wyższe o 3,0% r/r i o 1,1% m/m. Pod wpływem skokowego wzrostu cen ropy naftowej wskutek konfliktu na Bliskim Wschodzie, ceny transportu wzrosły o 8,2% m/m. W skali roku ceny towarów i usług w zakresie transportu były o 3,1% wyższe. Paliwa do prywatnych środków transportu podrożały o 8,6%, w tym więcej niż rok temu konsumenci płacili za olej napędowy (o 16,4%) oraz za benzynę (o 5,7%).

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 marcu 2026 r. powiększyło się nominalnie o 6,6% r/r i o 5,7% m/m. Realny fundusz płac rośnie nieprzerwanie od lipca 2023 r.

W 2026 r. można się spodziewać przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. W całym 2026 r. PKB wzrośnie o ok. 3,5%. Tempo zmian spożycia prywatnego będzie słabnąć, nastąpi za to dalszy wzrost popytu inwestycyjnego, stymulowany wykorzystaniem środków unijnych i przeznaczaniem środków na infrastrukturę i sprzęt wojskowy. Czynnikiem ryzyka jest geopolityka, konflikt na Bliskim Wschodzie, zmiany cen na rynku surowców, efektywność wykorzystania środków z UE, wahania inwestycji zbrojeniowych.

Inflacja mierzona wskaźnikiem CPI w pierwszych miesiącach 2026 r. pozostanie w pobliżu górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego. Trudny do oszacowania jest proinflacyjny efekt wzrostu cen żywności i surowców pod wpływem konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie, jednak łączny efekt dla inflacji CPI może wynieść nawet ponad 1,0 p.p.

W kwietniowym przeglądzie MFW ocenił, że bilans ryzyka dla utrzymania stabilności finansowej na świecie uległ pogorszeniu. Im dłużej potrwa konflikt na Bliskim Wschodzie, tym ostrzej i gwałtowniej zacieśnią się warunki finansowania na świecie. Może to negatywnie oddziaływać na rynki finansowe różnorodnymi kanałami, poprzez: wzrost rentowności obligacji przy jednoczesnym spadku popytu na nie, a także gwałtowny odpływ kapitału, zwłaszcza

z rynków wschodzących i rozwijających się, i jego ucieczkę do tzw. bezpiecznych przystani, i wreszcie – przez gwałtowną wyprzedaż akcji i obligacji.

Władze monetarne największych gospodarczo krajów są na różnym etapie cyklu polityki pieniężnej. W Stanach Zjednoczonych Federalny Komitet Otwartego Rynku ostatni raz zdecydował o obniżce stopy funduszy federalnych w grudniu 2025 r. Od tamtego czasu pozostaje ona w przedziale 3,50–3,75%. Mediana prognoz członków Komitetu wskazuje, że w 2026 r. możliwa jest jedna obniżka stopy funduszy federalnych, o 25 p.b.

Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego ostatni dokonała obniżek podstawowych stóp procentowych w strefie euro w czerwcu 2025 r. Rada obniżyła wówczas stopę referencyjną do 2,15%. Na kwietniowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC podkreśliła, że konsekwencje dla inflacji i aktywności gospodarczej w średnim terminie będą zależeć od intensywności i czasu trwania szoku energetycznego oraz skali efektów drugiej rundy. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC, Ch. Lagarde, oznajmiła, że obecna sytuacja jest coraz bardziej odległa od scenariusza bazowego. Podwyżka stóp procentowych w czerwcu jest więc bardzo prawdopodobna.

W Polsce proces dostosowywania podstawowych stóp procentowych zakończył się w marcu 2026 r. Członkowie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) w ostatnich wypowiedziach sygnalizują gotowość do zmiany nastawienia w polityce pieniężnej na *wait & see*. To zaś oznacza, że w najbliższych miesiącach nie dojdzie do obniżki podstawowych stóp procentowych NBP. Wymaga to zmiany scenariusza bazowego – powrót do obniżek stopy referencyjnej nastąpi najwcześniej w połowie 2027 r.

Niepewność odnośnie do przyszłego kształtowania się inflacji w Polsce jest duża. W marcu 2026 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 3,0% r/r, a już w kwietniu, zgodnie ze wstępnym odczytem – o 3,2% r/r. Jednocześnie ceny produkcji sprzedanej przemysłu w marcu 2026 r. spadły, ale w znacznie mniejszym stopniu, niż w lutym, bo o 0,8% r/r (lutowy spadek wyniósł 2,3% r/r). Nastąpiło wyraźne odbicie cen w wytwarzaniu i przetwarzaniu koksu oraz produktów rafinacji ropy naftowej (o 7,9% m/m i o 2,0% r/r).

Notowania instrumentów finansowych pozostają pod pośrednim i bezpośrednim wpływem konfliktu na Bliskim Wschodzie. Kanałem bezpośredniego oddziaływania jest niepewność i związane z nią oczekiwania inflacyjne. Kanałem pośrednim jest natomiast pogarszająca się sytuacja finansów publicznych, także pod wpływem przyjęcia rozwiązań osłonowych dla nabywców paliw. Realizacja tego programu będzie oznaczać wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, a to będzie obniżać wycenę skarbowych papierów wartościowych.

Zadłużenie Skarbu Państwa na koniec marca 2026 r. osiągnęło 2 050,6 mld zł, co oznaczało wzrost o 13,1 mld zł w porównaniu z końcem lutego 2026 r. i wzrost o 300 mld zł w porównaniu z kwietniem 2025 r.

Od lipca 2024 r. Polska pozostaje objęta procedurą nadmiernego deficytu. Polski rząd zobowiązał się do opracowania planu działań naprawczych i obniżenia deficytu sektora finansów publicznych. W ramach tego planu, Polska ma przestrzegać limitów wzrostu wydatków publicznych. Jeszcze przed wybuchem wojny Stanów Zjednoczonych i Izraela z Iranem wiadomo było, że w bieżącym roku tempo wzrostu wydatków będzie wyższe od zaleconego przez Radę UE. Jednak odchylenie będzie się mieścić w przyznanej Polsce tzw. krajowej klauzuli wyjścia, związanej z elastycznym podejściem do wydatków na obronność.

Na wycenę polskiego długu i kursy walut będzie w krótkiej perspektywie wpływać dalszy przebieg konfliktu na Bliskim Wschodzie, a w średnim i długim okresie – oczekiwania na zmiany rynkowych stóp procentowych w Polsce, a także kształt polityki fiskalnej przed wyborami parlamentarnymi, które odbędą się w 2027 r. Odporność polskiego rynku finansowego na kolejne informacje, dotyczące rosnącego długu publicznego i wysokiego deficytu sektora finansów publicznych może osłabnąć, prowadząc do wystromienia krzywych dochodowości i deprecjacji polskiej waluty.

\*\*\*

Wartość emisji uplasowanych na rynku publicznym dłużnych papierów wartościowych na koniec marca 2026 r. wyniosła 107,2 mld zł i od końca III kwartału 2025 r. wzrosła o niemal 11 mld zł (11,4%). Był to przyrost o 1 mld zł niższy od tego, jaki miał miejsce w trakcie poprzedniego półrocza. W okresie minionych trzech miesięcy wzrost wyniósł 5,7 mld zł (5,6%) i był nieco wyższy niż w IV kwartale ubiegłego roku (5,3 mld zł). Mierzony wartością emisji roczny przyrost rynku wyniósł w wymiarze nominalnym 23 mld zł, a względnie – 27,2%. W horyzoncie dwuletnim wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła o 43,5 mld zł (68,2%).

Liczba uplasowanych na rynku emisji na koniec marca 2026 r. wynosiła 808 i wzrosła w skali roku o 82 (przyrost o 11,3%). z czego o 77 emisji zwiększyła się liczba emisji złotych, a o 5 nominowanych w euro. Przeważający udział (75 emisji) przyrostu rok do roku odnotowała kategoria obligacji komunalnych.

Na rynku wtórnym złotych obligacji przedsiębiorstw w ciągu dwóch ostatnich kwartałów zawarto nieco mniej transakcji (55 342 vs 57 775) niż w poprzednich sześciu miesiącach, jednak ich łączna wartość była o niemal 50 mln zł wyższa (wzrost o 4,9%) przy

czym w I kwartale br. drugi raz w okresie edycji niniejszych półrocznych raportów wartość kwartalna obrotu przekroczyła 600 mln zł, poprzedni taki wynik zanotowano równo rok temu. Liczba emitentów, których papiery znajdowały się w aktywnym obrocie pozostawała stabilna, w ciągu dwunastu ostatnich kwartałów wahała się pomiędzy 76 a 83 – na koniec marca br. wyniosła 82.

Preferencje inwestorów co do wyboru kupowanych na wtórnym rynku papierów w ostatnim półroczu nie uległy znaczącym przetasowaniom. Nadal do najchętniej kupowanych obligacji, biorąc za kryterium wartość obrotów, należały papiery dużych instytucji finansowych, państwowych koncernów, firm windykacyjnych oraz deweloperów - transakcje papierami dwóch ostatnich kategorii cieszyły się największym powodzeniem wśród mniejszych inwestorów o czym świadczyć może fakt, że średnia wartość pojedynczej transakcji dla żadnego z tych podmiotów nie przekroczyła 20 tys. zł.

W analizowanym okresie WIG20 kontynuował trwającą od końca 2024 r. hossę można było jednak zaobserwować spadek jej impetu zwiastujący przejście do fazy stabilizacji: o ile w całym roku 2025 wzrost wyniósł ok. 45,0% to od lokalnego minimum (6 października 2025 r., 2 838 pkt.) do maksimum (3 480 pkt.) osiągniętego 25 lutego 2026 r. indeks wzrósł łącznie o ok. 22%. W I kwartale 2026 r. nasiliła się zmienność, powodując korekty, do ok. 3 200–3 300 pkt, co oznaczało spadki rzędu 10,0–12,0% od szczytu. Ostatecznie półrocze zapoczątkowane 1 października 2025 r. na poziomie 2 850 pkt. zakończyło się 31 marca 2026 r. solidną niemal 500 pkt. (17,2%) premią.

W analizowanym okresie SGB Dłużny SFIO odnotował słabe wyniki. Najkrótsze horyzonty czasowe (do sześciu miesięcy) przyniosły ujemne stopy zwrotu, zbieżne, choć nieco gorsze od średniej dla konkurencyjnych funduszy. W horyzontach dłuższych, od roku wzwyż, wyniki wszystkich funduszy dłużnych z grupy porównawczej, a także SGB Dłużnego SFIO, były dodatnie.

## 2. Uwarunkowania makroekonomiczne

Zgodnie z kwietniową prognozą Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW), tempo wzrostu światowego PKB w 2026 r. ma wynieść 3,1%, by w 2027 r. osiągnąć 3,2%. Będą to wyniki niższe od średniej z lat 2024–2025, wynoszącej 3,4%, i od średniej historycznej z lat 2000–2019, sięgającej 3,7%. Światowa inflacja, mierzona indeksem cen dóbr i usług konsumpcyjnych, ma w 2026 r. wynieść 4,4%, a w 2027 r. spaść do 3,7%. W Europie średnioroczna inflacja w 2026 r. ma osiągnąć 5,4%, a w 2027 r. spaść do 4,3%. Prognozy oparto na założeniu, że konflikt na Bliskim Wschodzie będzie miał ograniczony zasięg i wygaśnie w połowie 2026 r.

W podejściu szokowym, zakładającym przedłużanie się konfliktu, MFW założył wzrost cen ropy naftowej o 100% w II kwartale br. stosunku do stycznia 2026 r. przy późniejszym ich pozostaniu na tym poziomie. Ceny gazu w tym scenariuszu wzrosłyby za to o 200% w II kwartale 2026 r. w stosunku do stycznia br., a ceny żywności – o 5,0% w 2026 r. i o 10,0% w 2027 r.

Tak znaczne zmiany doprowadziłyby do osłabienia światowego wzrostu gospodarczego w 2026 r. o 1,3 p.p., do 1,8%. Światowa gospodarka znalazłaby się w recesji, ponieważ poziomem ją wyznaczającym jest tempo zmian globalnego PKB oscylujące wokół 2,0%. W 2027 r. tempo wzrostu światowego PKB byłoby niższe o 1,0 p.p., sięgając 2,2%. Ograniczenie tempa zmian PKB byłoby zarazem bardziej – bo ok. dwukrotnie silniej – odczuwalne w krajach rynków wschodzących i rozwijających się. Inflacja mierzona zmianami cen dóbr i usług konsumpcyjnych, w latach 2026–2027, wyniosłaby odpowiednio: 5,8% i 6,1%. Skala załamania byłaby porównywalna z obserwowaną podczas globalnego kryzysu finansowego czy pandemii COVID-19.

Realizacja szokowego scenariusza oznaczałaby kryzys na rynku surowców energetycznych. Tak, jak to miało miejsce w wyniku szoku naftowego z 1973 r., skutkiem byłaby recesja, silny wzrost inflacji i radykalne zaostrzenie polityki pieniężnej na świecie. Doszłoby również do przyspieszenia transformacji energetycznej i procesu odchodzenia od paliw kopalnych na rzecz alternatywnych źródeł energii.

W Polsce, zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS, produkt krajowy brutto niewyrównany sezonowo w IV kwartale 2025 r. zwiększył się realnie o 4,0% r/r. Na ten wzrost wpłynęło przede wszystkim zwiększenie popytu krajowego o 4,3% r/r. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych zwiększyło się o 4,2% r/r, a spożycie publiczne o 7,3% r/r. Nakłady brutto na środki trwałe wzrosły o 4,7% r/r. Stopa inwestycji wyniosła

22,3% wobec 22,4% rok wcześniej. Na wzrost produktu krajowego brutto dodatnio wpłynęły spożycie w sektorze gospodarstw domowych (+2,1 p.p.) i publicznym (+1,7 p.p.), a także popyt inwestycyjny (+1,0 p.p.). PKB obniżyła zmiana stanu zapasów (-0,6 p.p.) i wyniki handlu zagranicznego (-0,2 p.p.)

Dane na temat PKB potwierdziły utrzymanie silnego popytu konsumpcyjnego. Za to tempo zmian inwestycji okazało się słabsze od pierwotnych oczekiwań. W warunkach przesuwania w czasie wykorzystania środków z Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności oraz ograniczonej liczby przetargów w 2025 r. trudno było oczekiwać dwucyfrowej dynamiki zmian tej pozycji w ostatnim kwartale minionego roku. Część robót przesunięto na 2026 r. i ich wpływ w statystykach GUS dopiero się ujawni w bieżącym roku.

Sytuacja polskiego przemysłu nie jest jednoznaczna. Wprawdzie wraz z budownictwem sektor ten będzie beneficjentem spodziewanej poprawy koniunktury, a także rosnącego popytu związanego z budową obiektów infrastrukturalnych i związanych z obronnością, ale skala niepewności jest wciąż duża. Napływ nowych zamówień jest słaby, rośnie za to inflacja kosztowa. Wzrost kosztów działalności, ograniczający aktywność gospodarczą, może dodatkowo pogłębić przedłużenie konfliktu zbrojnego między Stanami Zjednoczonymi i Izraelem a Iranem. Zamknięcie cieśniny Ormuz, newralgicznej dla transportu ropy naftowej i gazu ziemnego z krajów Bliskiego Wschodu, spowodowało skokowy wzrost cen tych surowców na giełdach światowych. Utrzymywanie się ich podwyższonych cen oznacza nie tylko drożenie cen paliw, ale także np. ogrzewania. Może to wywrzeć istotny wpływ na poziom kosztów prowadzonej działalności.

Według szacunków GUS produkcja sprzedana przemysłu w I kwartale 2026 r. była o 2,9% r/r wyższa wobec wzrostu o 0,8% r/r w I kwartale 2025 r. Przyspieszenie produkcji nastąpiło w marcu, kiedy to po wyeliminowaniu sezonowości odnotowano przyrost o 7,0% r/r i o 8,8% m/m.

W I kwartale 2026 r. produkcja sprzedana w trzech spośród pięciu grupowań przemysłowych wzrosła w skali roku: w produkcji dóbr związanych z energią (o 7,3%), w produkcji dóbr inwestycyjnych (o 6,5%) oraz w produkcji dóbr konsumpcyjnych nietrwałych (o 2,8%). Niższa niż tok temu była natomiast sprzedaż w produkcji dóbr konsumpcyjnych trwałych (o 4,7%) oraz – nieznacznie – dóbr zaopatrzeniowych (o 0,1%). Produkcja wzrosła we wszystkich sekcjach PKD 2007 zaliczanych do przemysłu, najslabiej w przetwórstwie przemysłowym (o 2,0%).

Niemrawa pozostała działalność budowlano-montażowa. Produkcja ta w I kwartale 2026 r. obniżyła się w skali roku o 7,0%, na co wpłynęły m.in. wyjątkowo niekorzystne warunki atmosferyczne w styczniu i lutym br.

W I kwartale 2026 r. produkcja budowlano-montażowa w przedsiębiorstwach realizujących głównie roboty budowlane specjalistyczne spadła o 7,7% r/r, w jednostkach specjalizujących się w budowie obiektów inżynierii lądowej i wodnej o 7,6% r/r, a w podmiotach specjalizujących się w budowie budynków o 5,8% r/r. Znacznie niższa niż przed rokiem (o 37,9% r/r) była produkcja budowlano-montażowa w jednostkach specjalizujących się w robotach wykończeniowych. Istotny spadek produkcji nastąpił w podmiotach realizujących głównie roboty związane z budową dróg kołowych i szynowych (o 15,0% r/r).

Zgodnie z danymi GUS w I kwartale 2026 r. w budownictwie mieszkaniowym oddano do użytkowania 45,2 tys. mieszkań, mniej o 1,4% r/r. Przyczyną spadku była ograniczona aktywność deweloperów, którzy przekazali do eksploatacji 26,1 tys. mieszkań – o 5,9% r/r mniej. Inwestorzy indywidualni oddali 17,9 tys. mieszkań, o 6,0% r/r więcej. Liczba pozwoleń dla deweloperów na budowę (45,9 tys.) była jednak aż o 10,7% r/r wyższa, co zapowiada powrót aktywności inwestycyjnej, a dla inwestorów indywidualnych (20,6 tys.) – wyższa o 13,0% r/r. Deweloperzy przystąpili do budowy 30,9 tys. mieszkań (o 15,5% r/r mniej), a inwestorzy indywidualni – 16,8 tys. (o 6,3% r/r mniej).

Koniunktura w rolnictwie pogorszyła się. Z cyklicznie prowadzonych na ten temat badań Instytutu Rozwoju Gospodarczego Szkoły Głównej Handlowej (IRG SGH) wynika, że choć osłabienie koniunktury rolnej na początku roku jest zjawiskiem typowym, uwarunkowanym cyklem wegetacyjnym, to skala pogorszenia w I kwartale 2026 r. była zbyt duża, by przypisywać je wyłącznie czynnikom sezonowym. Kwartalne osłabienie koniunktury było największe w ponad trzydziestoletniej historii badania koniunktury rolnej. Przyczynami były niskie ceny skupu płodów rolnych, spadek produkcji i załamanie się nastrojów rolników. Najbardziej pogorszyła się przy tym sytuacja ekonomiczna w największych gospodarstwach (o powierzchni pow. 50 ha).

Filarem wzrostu gospodarczego jest krajowa konsumpcja. Według wstępnych szacunków GUS w I kwartale 2026 r. sprzedaż detaliczna była o 4,8% wyższa niż przed rokiem (wówczas notowano wzrost o 1,4%). W większości grup sprzedaż detaliczna była wyższa niż rok wcześniej. W największej grupie, tj. „żywność, napoje i wyroby tytoniowe” wzrost sprzedaży wyniósł 1,5%. Wśród pozostałych grup znaczny wzrost odnotowano w podmiotach handlujących paliwami stałymi, ciekłymi i gazowymi (o 9,3%) oraz

tekstyliami, odzieżą, obuwaniem (o 9,0%). Zwiększyła się również sprzedaż m.in. w grupie meble, RTV, AGD (o 6,2%) oraz w jednostkach handlujących pojazdami samochodowymi, motocyklami, częściami (o 2,4%).

Wymiana międzynarodowa pozostała stłumiona. W pierwszych dwóch miesiącach 2026 r. eksport obniżył się w porównaniu z analogicznym okresem ub.r. o 1,5% do 248,1 mld zł, a import spadł o 2,4% do 248,4 mld zł (przed rokiem notowano spadek eksportu o 0,8% i wzrost importu o 4,3%). Wymiana zamknęła się ujemnym saldem w kwocie 0,4 mld zł (wobec minus 2,7 mld zł przed rokiem).

W okresie pierwszych trzech miesięcy 2026 r. wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w skali roku wyniósł 2,4% (rok wcześniej ceny wzrosły o 4,9%). Już w marcu 2026 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych były wyższe o 3,0% r/r i o 1,1% m/m. Pod wpływem skokowego wzrostu cen ropy naftowej wskutek konfliktu na Bliskim Wschodzie, ceny transportu wzrosły o 8,2% m/m. W skali roku ceny towarów i usług w zakresie transportu były o 3,1% wyższe. Paliwa do prywatnych środków transportu podrożały o 8,6%, w tym więcej niż rok temu konsumenci płacili za olej napędowy (o 16,4%) oraz za benzynę (o 5,7%).

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 marcu 2026 r. powiększyło się nominalnie o 6,6% r/r i o 5,7% m/m. Realny fundusz płac rośnie nieprzerwanie od lipca 2023 r.

W 2026 r. można się spodziewać przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego. W całym 2026 r. PKB wzrośnie o ok. 3,5%. Tempo zmian spożycia prywatnego będzie słabnąć, nastąpi za to dalszy wzrost popytu inwestycyjnego, stymulowany wykorzystaniem środków unijnych i przeznaczaniem środków na infrastrukturę i sprzęt wojskowy. Czynnikiem ryzyka jest geopolityka, konflikt na Bliskim Wschodzie, zmiany cen na rynku surowców, efektywność wykorzystania środków z UE, wahania inwestycji zbrojeniowych.

W warunkach poprawy aktywności gospodarczej nastąpi wzrost popytu na pracę, co przełoży się na spadek stopy bezrobocia rejestrowanego do ok. 5,5% na koniec 2026 r. i 5,6% średniorocznie. Czynnikiem ryzyka in minus jest kontynuacja tendencji stagnacyjnych w niemieckim i francuskim przemyśle, powodująca ograniczanie zamówień kierowanych do polskich podwykonawców, zaś in plus – możliwy odpływ Ukraińców z polskiego rynku pracy po ewentualnym rozejmie w wojnie z Rosją.

Tabela 1. Prognozy wskaźników makroekonomicznych w latach 2026–2027 (w %, stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027
PKB (r/r)	3,5	3,6	3,5	3,4	2,9	3,0
Konsumpcja prywatna (r/r)	3,5	3,1	3,3	3,0	3,1	3,2
Inwestycje (r/r)	3,0	8,0	8,7	10,0	5,7	4,9
CPI (r/r)	3,0	3,6	3,6	3,5	3,4	3,2
Stopa bezrobocia rejestrowanego	6,1	5,8	5,6	5,8	5,9	5,6

Źródło: prognozy IPS-SGB.

Inflacja mierzona wskaźnikiem CPI w pierwszych miesiącach 2026 r. pozostanie w pobliżu górnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego. Trudny do oszacowania jest proinflacyjny efekt wzrostu cen żywności i surowców pod wpływem konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie, jednak łączny efekt dla inflacji CPI może wynieść ponad 1,0 p.p.

Niepewność dotycząca przebiegu konfliktu na Bliskim Wschodzie rzutuje na perspektywy makroekonomiczne, nasilając presję na wzrost cen. W obecnych warunkach maleją szanse na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez RPP i obniżki podstawowych stóp procentowych w 2026 r. Wzrost inflacji pod wpływem wyższych cen ropy, gazu i żywności może natomiast spowodować nasilenie skłonności RPP do podwyżek.

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

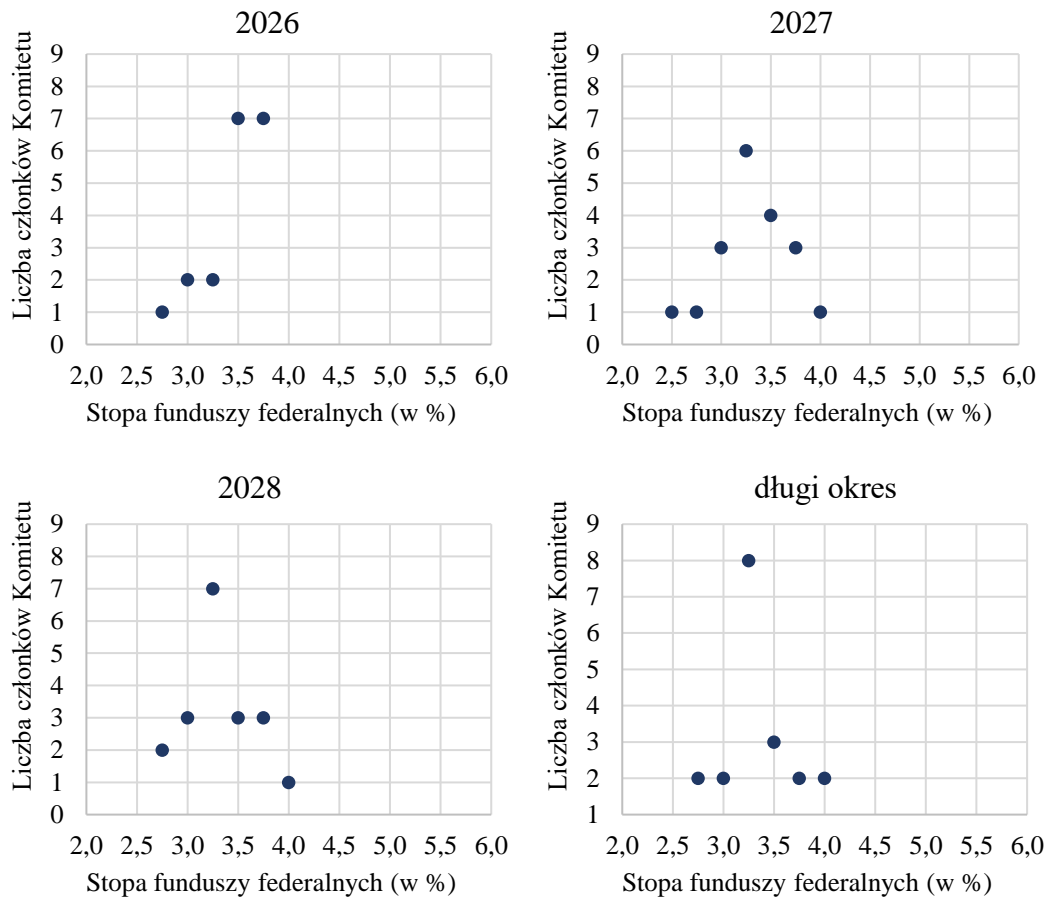
W kwietniowym przeglądzie MFW ocenił, że bilans ryzyka dla utrzymania stabilności finansowej na świecie uległ pogorszeniu. Analitycy MFW stwierdzili, że im dłużej potrwa konflikt na Bliskim Wschodzie, tym ostrzej i gwałtowniej zacieśnią się warunki finansowania na świecie. Może to negatywnie oddziaływać na rynki finansowe różnorodnymi kanałami, poprzez: wzrost rentowności obligacji przy jednoczesnym spadku popytu na nie, a także gwałtowny odpływ kapitału, zwłaszcza z rynków wschodzących i rozwijających się, i jego ucieczkę do tzw. bezpiecznych przystani, i wreszcie – przez gwałtowną wyprzedaż akcji i obligacji. Nawet jednak przy braku realizacji skrajnych scenariuszy stabilność finansowa jest narażona na wstrząsy, powodowane niepewnością i wynikającą z niej zmiennością.

Władze monetarne największych gospodarczo krajów są na różnym etapie cyklu polityki pieniężnej. W Stanach Zjednoczonych Federalny Komitet Otwartego Rynku ostatni raz zdecydował o obniżce stopy funduszy federalnych w grudniu 2025 r. Od tamtego czasu pozostaje ona w przedziale 3,50–3,75%.

Na marcowym i kwietniowym posiedzeniu Federalnego Komitetu Otwartego Rynku utrzymano stopę funduszy federalnych bez zmian. Komitet uznał, że wciąż utrzymuje się wysoka niepewność perspektyw makroekonomicznych, a potęguje ją konflikt zbrojny na Bliskim Wschodzie. Członkowie Komitetu zaznaczyli, że właściwa ocena konsekwencji tych wydarzeń wymaga czasu. Mediana marcowych prognoz członków Komitetu wskazuje, że w 2026 r. możliwa jest obniżka stopy funduszy federalnych o 25 p.b. W latach 2027–2028 stopa ta ma pozostać w przedziale 3,00–3,25%. Rynek nie wycenia jednak obecnie obniżek.

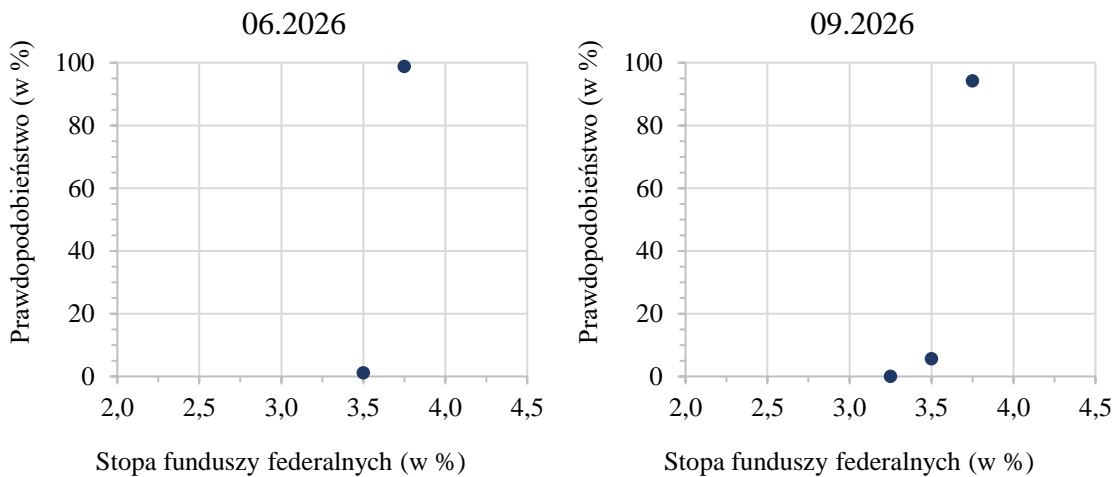
Rada Prezesów Europejskiego Banku Centralnego ostatni dokonała obniżek podstawowych stóp procentowych w strefie euro w czerwcu 2025 r. Rada obniżyła wówczas stopę referencyjną do 2,15%. Na marcowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC pozostawiła poziom podstawowych stóp procentowych w strefie euro bez zmian. Rada podkreśliła, że konflikt zbrojny na Bliskim Wschodzie potęguje niepewność, pogarszając bilans ryzyka dla inflacji i wzrostu gospodarczego. Wyższe ceny energii przełożą się na wzrost indeksu HICP, który – zgodnie z nowymi prognozami EBC, przygotowanymi z uwzględnieniem danych do 11 marca 2026 r. – ma wynieść 2,6% w 2026 r. (w grudniowej projekcji zakładano 1,9%) Przedłużanie się konfliktu może jednak skutkować jeszcze szybszym wzrostem cen dóbr i usług konsumpcyjnych w strefie euro, nawet o 1,8 p.p. w skrajnym wariantcie prognostycznym.

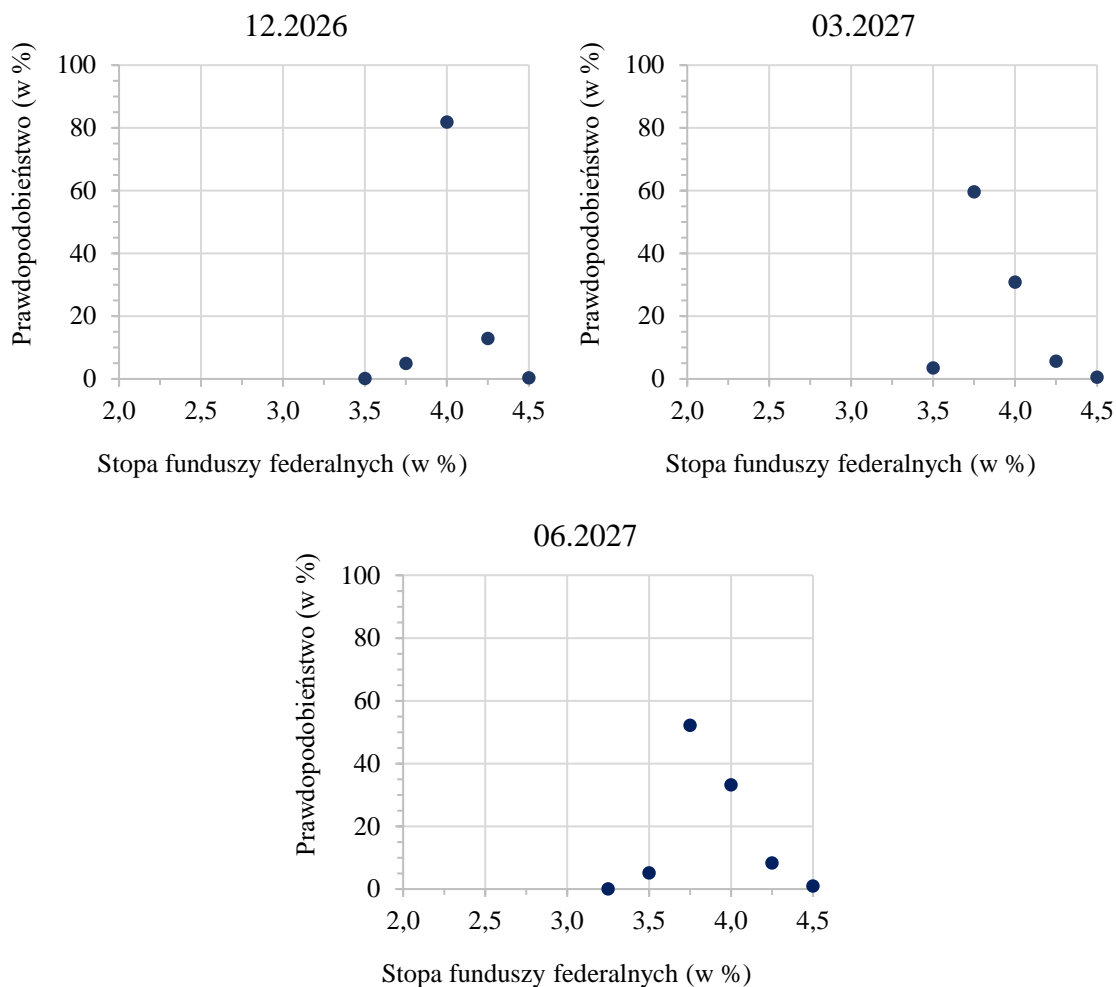
Wykres 1. Prognozy górnej granicy przedziału stopy funduszy federalnych, sformułowane przez członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku w marcu 2026 r.



Źródło: System Rezerwy Federalnej.

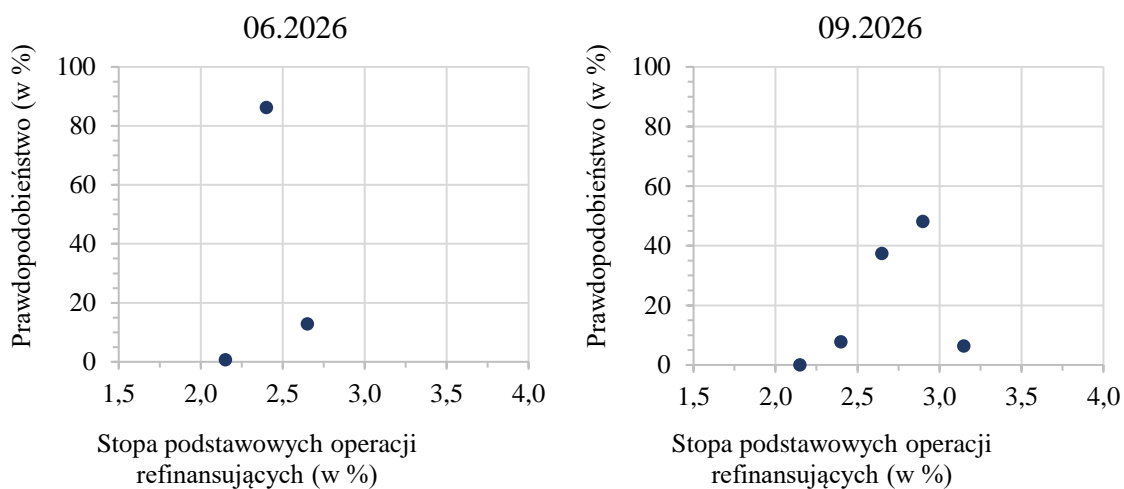
Wykres 2. Implikowany poziom górnej granicy przedziału stopy funduszy federalnych na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 29 kwietnia 2026 r.





Źródło: CME FedWatch Tool.

Wykres 3. Implikowany poziom stopy podstawowych operacji refinansujących w strefie euro na podstawie wyceny kontraktów terminowych na stopy procentowe według stanu na 29 kwietnia 2026 r. (w %)



Źródło: ECB Watch Tool.

Na kwietniowym posiedzeniu Rada Prezesów EBC pozostawiła poziom podstawowych stóp procentowych w strefie euro bez zmian. W wydanym po posiedzeniu komunikacie Rada podkreśliła, że wskutek wojny na Bliskim Wschodzie nastąpił ostry wzrost cen energii, windujący inflację i pogarszający nastroje w gospodarce. Konsekwencje dla inflacji i aktywności gospodarczej w średnim terminie będą zależą od intensywności i czasu trwania szoku energetycznego oraz skali efektów drugiej rundy. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC, Ch. Lagarde, oznajmiła, że obecna sytuacja jest coraz bardziej odległa od scenariusza bazowego. Podwyżka stóp procentowych w czerwcu jest więc bardzo prawdopodobna.

Inne banki centralne również zakończyły cykle łagodzenia polityki pieniężnej. Szwajcarski Bank Narodowy na posiedzeniach w czerwcu, wrześniu i grudniu 2024 r., a także w marcu i czerwcu 2025 r. podjął decyzję o obniżeniu stopy referencyjnej łącznie do 0,00%. Od tamtego czasu pozostaje ona niezmienna. W komunikacie wydanym po marcowym posiedzeniu stwierdzono, że w wyniku wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie wzrosła skłonność szwajcarskich władz monetarnych do interwencji walutowych, mających na celu przeciwdziałanie nadmiernemu umacnianiu szwajcarskiego franka. Wpływ wzrostu cen energii na inflację ma się ujawnić w kolejnych miesiącach, jednak obecnie Szwajcarski Bank Narodowy prognozuje inflację CPI na poziomie 0,5% w latach 2026–2027.

Komitet Polityki Pieniężnej Banku Anglii przeprowadził ostatnią obniżkę stopy referencyjnej w grudniu 2025 r. Odtąd wynosi ona 3,75%. Podczas marcowego posiedzenia członkowie Komitetu stwierdzili, że ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej znacznie wzrosło po wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie. Wyrazili obawy o wystąpienie efektu drugiej rundy i przełożenie się wyższych cen energii na ceny i płace, co z kolei ograniczyłoby aktywność gospodarczą. Uznali, że w obecnej sytuacji można jedynie ściśle monitorować dalszy rozwój sytuacji i jej wpływ na tendencje cenowe. Zgodnie z najnowszymi prognozami Banku Anglii, Komitet spodziewa się inflacji CPI w Wielkiej Brytanii na poziomie 3,0–3,5% w drugiej połowie roku. Na posiedzeniu w maju również nie zmieniono parametrów polityki pieniężnej. Bank Anglii przedstawił za to trzy scenariusze reakcji na szoki energetyczne. W dwóch inflacja rośnie przejściowo i powraca w średnim okresie do celu, wynoszącego 2,0%. Natomiast w scenariuszu skrajnym inflacja osiąga poziom powyżej 6,0% w 2027 r.

Cykl łagodzenia polityki pieniężnej zakończył bank centralny w Szwecji. Cykl obniżek stop procentowych w tym kraju rozpoczął się w maju 2024 r., i od tego czasu do września 2025 r. stopa referencyjna została obniżona do poziomu 1,75%. Od tamtego czasu pozostawiono ją bez zmian. Na marcowym posiedzeniu Zarząd Banku Szwecji uznał, że

obecnie nie można ocenić następstw wojny Stanów Zjednoczonych i Izraela z Iranem, ale nie da się uniknąć wzrostu cen, spowodowanego szokiem podaźowym. W tej sytuacji uznano pozostawienie niezmięnionej stopy referencyjnej za najwłaściwsze rozwiązanie. Stanowisko to podtrzymano w maju, oceniając, że wpływ wojny na Bliskim Wschodzie na wskaźnik CPI jest głównie bezpośredni i następuje przez paliwa, a efekty pośrednie pozostają ograniczone. Obecne prognozy Banku Szwecji zakładają, że cel inflacyjny, wynoszący 2,0%, zostanie osiągnięty dopiero w 2029 r.

Komitet Polityki Pieniężnej i Stabilności Finansowej Banku Norwegii od września 2025 r. utrzymywał stopę referencyjną na poziomie 4,0%. Na marcowym posiedzeniu Komitet uznał, że – biorąc pod uwagę bieżące uwarunkowania makroekonomiczne – wydaje się właściwe, by na jednym z kolejnych posiedzeń dokonać podwyżki stopy referencyjnej. I już w maju doszło do takiej podwyżki. Podstawowe stopy procentowe podniesiono o 25 p.b. Komitet uzasadnił to pozostawianiem inflacji na poziomie przekraczającym cel (w marcu było to 3,6% r/r). Uznał, że wzrost cen surowców, wynikający z napięć geopolitycznych, dodatkowo wzmacnia presję kosztową, przenosząc się na ceny krajowe. W tej sytuacji zacieśnienie polityki pieniężnej było niezbędne, by ustabilizować oczekiwania inflacyjne. Komitet zakłada spadek inflacji CPI do poziomu 2,0% dopiero w 2029 r.

Zarząd Czeskiego Banku Narodowego od maja 2025 r. utrzymuje stopę referencyjną (dwutygodniową stawkę od operacji repo) na poziomie 3,5%. Wprawdzie inflacja CPI w tym kraju wyniosła 1,4% r/r w lutym 2026 r., jednak inflacyjne czynniki ryzyka, takie jak konflikt na Bliskim Wschodzie i nasilająca się aktywność kredytowa, wzrost konsumpcji i podwyżki wynagrodzeń w gospodarce narodowej skłoniły czeskie władze monetarne do pozostawienia relatywnie restrykcyjnych warunków finansowania. Po posiedzeniu w maju A. Michl, prezes Czeskiego Banku Centralnego, poinformował, że w czerwcu możliwa jest dyskusja zarówno o stabilizacji stóp, jak i o ich podwyżce. W nowej projekcji podniesiono ścieżkę inflacji do 2,2% w 2026 r. i 2,4% w 2027 r. Są to poziomy wyższe od celu inflacyjnego (2,0%).

Rada Polityki Pieniężnej Narodowego Banku Węgier rozpoczęła cykl łagodzenia polityki pieniężnej w październiku 2023 r. Od tamtej pory do lutego 2026 r. stopa referencyjna została obniżona do 6,25%. Na marcowym posiedzeniu węgierskich władz monetarnych uznano, że szok wynikający ze skokowych podwyżek cen ropy naftowej i gazu ziemnego uniemożliwia dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w tym kraju. W kwietniu również pozostawiono stopę referencyjną bez zmian uznając, że napięcia geopolityczne wywierają niekorzystny wpływ na globalne perspektywy inflacji i wzrostu gospodarczego. Uzasadnione

jest więc utrzymanie ostrożnego nastawienia w polityce pieniężnej. W 2026 r. inflacja CPI, spodziewana na Węgrzech, ma średniorocznie wynieść 3,8%.

W Polsce proces dostosowywania podstawowych stóp procentowych zakończył się w marcu 2026 r. Członkowie Rady Polityki Pieniężnej (RPP) w ostatnich wypowiedziach sygnalizują gotowość do utrzymania nastawienia *wait & see* w polityce pieniężnej. To zaś oznacza, że w najbliższych miesiącach nie dojdzie do obniżki podstawowych stóp procentowych NBP. Wymaga to zmiany scenariusza bazowego – powrót do obniżek stopy referencyjnej nastąpi najwcześniej w połowie 2027 r. W razie przedłużania się konfliktu na Bliskim Wschodzie możliwa jest jednak dyskusja nad podwyżkami podstawowych stóp procentowych NBP.

Na kwietniowym i majowym posiedzeniu RPP oceniła, że na perspektywy inflacji i aktywności gospodarczej w Polsce wpływają zmiany sytuacji makroekonomicznej w otoczeniu polskiej gospodarki, w tym zmiany cen surowców i inflacji na świecie w kontekście sytuacji geopolitycznej. Czynnikiem ryzyka dla perspektyw inflacji pozostają także: kształt polityki fiskalnej i regulacje dotyczące cen paliw, a także zmiany dynamiki aktywności w polskiej gospodarce oraz dalsze kształtowanie się dynamiki płac. Na konferencji po majowym posiedzeniu prezes NBP A. Głapiński poinformował, że prawdopodobieństwo podwyżek podstawowych stóp procentowych NBP jest wyższe, niż było w kwietniu.

Niepewność odnośnie do przyszłego kształtowania się inflacji w Polsce jest duża. W marcu 2026 r. ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 3,0% r/r, a w kwietniu – według wstępnego odczytu GUS – o 3,2% r/r. Jednocześnie ceny produkcji sprzedanej przemysłu w marcu 2026 r. spadły, ale w znacznie mniejszym stopniu, niż w lutym, bo o 0,8% r/r (lutowy spadek wyniósł 2,3% r/r). Nastąpiło wyraźne odbicie cen w wytwarzaniu i przetwarzaniu koksu oraz produktów rafinacji ropy naftowej (o 7,9% m/m i o 2,0% r/r).

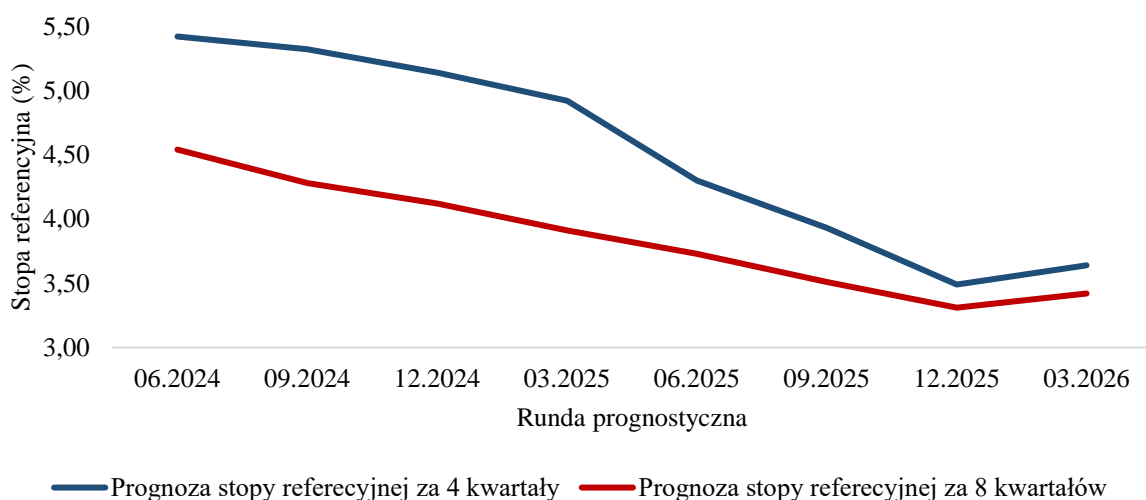
Opublikowane dane wskazują na wzrost presji inflacyjnej. Z analiz S&P Global przy opracowywaniu wskaźnika PMI dla polskiego sektora przemysłowego wynika, że już w marcu 2026 r. nastąpił gwałtowny wzrost presji kosztowej, związany z wojną na Bliskim Wschodzie. Inflacja kosztów produkcji w przemyśle przyspieszyła do najwyższego poziomu od października 2022 r., a miesięczny wzrost wskaźnika uwzględniającego wahania sezonowe był największy od grudnia 2016 r. Wzrost kosztów znacznie przewyższył też średnią z badań długoterminowych. Polscy producenci częściowo przenieśli wyższe koszty na swoich klientów. Ceny wyrobów gotowych wzrosły w marcu w najszybszym tempie od stycznia

2023 r. Tworzy to zagrożenie dla nasilenia się inflacji, poprzez formację oczekiwań inflacyjnych i efekt drugiej rundy.

Niepewność z tym związaną odzwierciedlają notowania kontraktów terminowych. Już po wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie na rynku zaczęto bardzo agresywnie wyceniać podwyżki podstawowych stóp procentowych. Notowania kontraktu na trzymiesięczną stopę WIBOR 20 marca 2026 r. w przypadku stawki 3×6 osiągnęły 4,2%, a w przypadku stawki 6×9 – 4,52%. Kolejne dni przyniosły spadek notowań, ale pozostały one na poziomie istotnie wyższym, niż przed wybuchem wojny Stanów Zjednoczonych i Izraela z Iranem, a w drugiej połowie kwietnia stawki ponownie zaczęły rosnać. Rynek wciąż wycenia podwyżki podstawowych stóp procentowych NBP jeszcze w tym roku.

Przecena dotknęła polską walutę. Średni kurs złotego w NBP przez cały marzec oscylował wokół granicy 3,70 w przypadku amerykańskiego dolara, a w przypadku euro zbliżył się do poziomu 4,29. Kwiecień przyniósł umocnienie. Konflikt na Bliskim Wschodzie wywołał bardzo dużą zmienność kursów głównych walut, a waluty krajów rynków wschodzących i rozwijających się, w tym polski złoty, uległy silnej przecenie. Podobnie, jak w przypadku innych instrumentów finansowych, na kursy walut oddziaływały doniesienia o eskalacji tego konfliktu bądź podjęciu rozmów pokojowych. Punktem krytycznym stało się wspomniane już wcześniej zamknięcie cieśniny Ormuz dla żeglugi przez Iran, ponieważ doprowadziło do wzmożenia oczekiwań inflacyjnych na świecie.

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

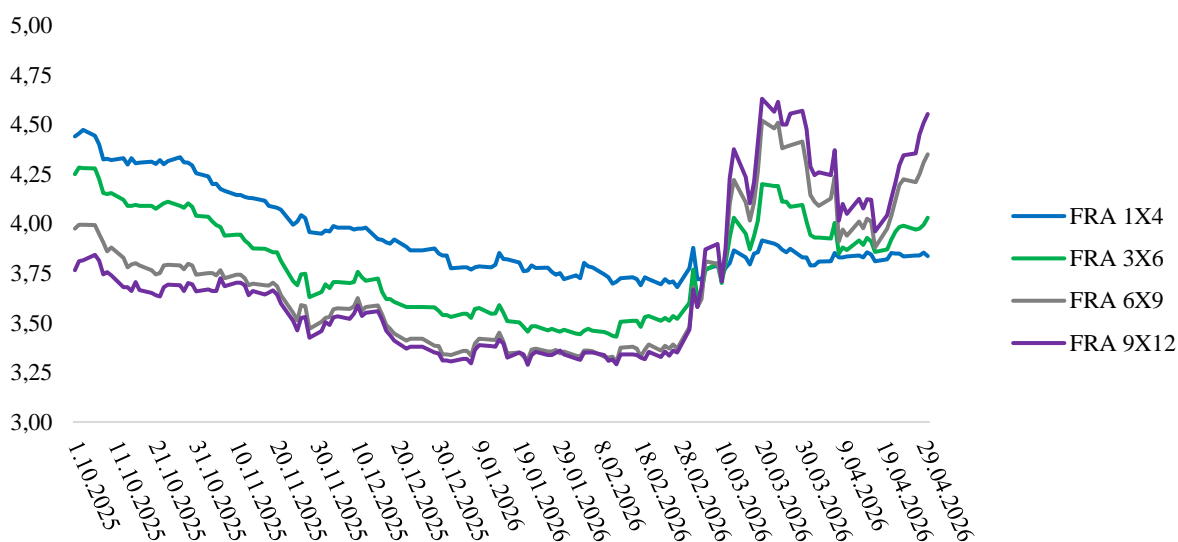


Źródło: NBP.

Podobnie reagowały rentowności obligacji skarbowych. 20 marca 2026 r. rentowność dwuletniej polskiej obligacji skarbowej na rynku wtórnym osiągnęła rekordowe 4,76%, a w przypadku obligacji pięcioletniej było to 5,34%. Mimo pewnego uspokojenia nastrojów, notowania obligacji są wciąż podwyższone. Na koniec lutego rentowność dwuletniej polskiej obligacji skarbowej na rynku wtórnym wynosiła 3,60%, a dla obligacji pięcioletniej – 4,25%. Według stanu na koniec kwietnia br. było to odpowiednio 4,57% i 5,45%.

Rentowność pozostaje pod pośrednim i bezpośrednim wpływem konfliktu na Bliskim Wschodzie. Kanałem bezpośredniego oddziaływania jest niepewność i związane z nią oczekiwania inflacyjne. Kanałem pośrednim jest natomiast pogarszająca się sytuacja finansów publicznych, także pod wpływem przyjęcia rozwiązań osłonowych dla nabywców paliw. Przed świętami wielkanocnymi w życie weszła ustawa wprowadzającą maksymalne detaliczne ceny paliw oraz obniżenie stawek VAT i akcyzy. Koszt tego rozwiązania szacowany jest na 1,6 mld zł miesięcznie. Wprowadzenie tego rozwiązania miało ograniczyć skutki skokowego wzrostu cen paliw po wybuchu konfliktu zbrojnego na Bliskim Wschodzie i ograniczyć presję inflacyjną.

Wykres 5. Notowania kontraktów FRA PLN od 31 października 2025 r. do 30 kwietnia 2026 r.



Źródło: Reuters.

Realizacja programu osłonowego będzie oznaczać wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, a to będzie obniżać wycenę skarbowych papierów wartościowych. Zadłużenie Skarbu Państwa na koniec marca 2026 r. osiągnęło 2 050,6 mld zł, co oznaczało

wzrost o 13,1 mld zł w porównaniu z końcem lutego 2026 r. i wzrost o 300 mld zł w porównaniu z kwietniem 2025 r.

Na konsekwencje złagodzenia polityki fiskalnej wskazują też oceny międzynarodowych agencji ratingowych. Wprawdzie jeszcze 27 lutego 2026 r. agencja ratingowa Fitch ogłosiła, że utrzymuje ocenę ratingową Polski na poziomie A-/F1 odpowiednio dla długo- i krótkoterminowych zobowiązań w walucie zagranicznej oraz A-/F1 odpowiednio dla długo- i krótkoterminowych zobowiązań w walucie krajowej, z perspektywą negatywną. Już wtedy jednak wskazano na wysoki deficyt fiskalny, szybko rosnący dług publiczny oraz niższy poziom dochodów. Zaznaczono, że negatywna perspektywa odzwierciedla ryzyko utrzymywania się wysokiego deficytu i dalszego wzrostu relacji długu do PKB przy braku wiarygodnego planu konsolidacji fiskalnej. Agencja Fitch uznała, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wzrósł do 7,0% PKB w 2025 r., a w 2026 r. udział ten spadnie jedynie do 6,5% oraz do 6,2% PKB w 2027 r., przy ograniczonej przestrzeni do dalszej konsolidacji. Agencja przewidywała dalszy wzrost relacji długu publicznego do ok. 70,0% PKB w 2027 r. (z 59% w 2025 r.).

Z kolei 20 marca 2026 r. agencja ratingowa Moody's ogłosiła decyzję o utrzymaniu ratingu kredytowego Polski na niezmiennym poziomie (A2/P-1 odpowiednio dla zobowiązań długoterminowych i krótkoterminowych) z perspektywą negatywną.

Agencja uznała, że podniesienie ratingu w najbliższym czasie jest mało prawdopodobne. Perspektywa prawdopodobnie powróci do poziomu stabilnego, jeśli Polska zademonstruje wiarygodną ścieżkę konsolidacji fiskalnej, co znacząco spowolni wzrost zadłużenia sektora publicznego i doprowadzi do znacznie wolniejszego spadku wskaźników zdolności obsługi zadłużenia.

Perspektyw szybkiej poprawy nie widać. W 2025 r., według wstępnych oszacowań GUS, sektor instytucji rządowych i samorządowych wykazał deficyt o równowartości 7,3% PKB wobec 6,4% PKB w 2024 r. i 5,2% PKB w 2023 r. Był to zarazem drugi najwyższy udział deficytu w PKB w historii, po 7,4% PKB, odnotowanych w 2010 r. Dług publiczny zwiększył się natomiast w 2025 r. do 59,7% PKB wobec 54,8% PKB w 2024 r. i 49,5% PKB w 2023 r.

Warto zaznaczyć, że od lipca 2024 r. Polska pozostaje objęta procedurą nadmiernego deficytu. Polski rząd zobowiązał się wówczas do opracowania planu działań naprawczych i obniżenia deficytu sektora finansów publicznych. W ramach tego planu, Polska ma przestrzegać limitów wzrostu wydatków publicznych, które nie powinny przekraczać 4,4% w 2026 r., i 4,0% w 2027 r.

Jeszcze przed wybuchem wojny Stanów Zjednoczonych i Izraela z Iranem wiadomo było, że w bieżącym roku tempo wzrostu wydatków będzie wyższe od zaleconego przez Radę UE. Jednak odchylenie będzie się mieścić w przyznanej Polsce w tzw. krajowej klauzuli wyjścia, związanej z elastycznym podejściem do wydatków na obronność. Tempo wzrostu wydatków netto sektora finansów publicznych według prognozy Ministerstwa Finansów w 2026 r. wyniesie 27,2% w stosunku do 2023 r.

Tabela 2. Prognozy stopy referencyjnej, kursów walut w NBP i rentowności obligacji skarbowych w latach 2026–2027 (stan na koniec okresu)

Wyszczególnienie	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027
USD/PLN	3,74	3,61	3,62	3,61	3,59	3,58
EUR/PLN	4,29	4,25	4,24	4,23	4,21	4,20
2Y PLN [%]	4,52	4,43	4,25	4,15	4,09	3,88
5Y PLN [%]	5,33	5,24	5,06	4,80	4,77	4,67
stopa referencyjna [%]	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75

Źródło: IPS-SGB.

Na wycenę polskiego długu i kursy walut będzie w krótkiej perspektywie wpływać dalszy przebieg konfliktu na Bliskim Wschodzie, a w średnim i długim okresie – oczekiwania na zmiany rynkowych stóp procentowych w Polsce, a także kształt polityki fiskalnej przed wyborami parlamentarnymi, które odbędą się w 2027 r. Odporność polskiego rynku finansowego na kolejne informacje, dotyczące rosnącego długu publicznego i wysokiego deficytu sektora finansów publicznych może osłabnąć, prowadząc do wystromienia krzywych dochodowości i deprecjacji polskiej waluty.

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

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

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

Wartość emisji uplasowanych na rynku publicznym dłużnych papierów wartościowych na koniec marca 2026 r. wyniosła 107,2 mld zł i od końca III kwartału 2025 r. wzrosła o niemal 11 mld zł (11,4%). Był to przyrost o 1,0 mld zł niższy od tego, jaki nastąpił w trakcie poprzedniego półrocza. W okresie minionych trzech miesięcy wzrost wyniósł 5,7 mld zł (5,6%) i był nieco wyższy niż w IV kwartale ubiegłego roku (5,3 mld zł). Mierzony wartością emisji roczny przyrost rynku wyniósł w wymiarze nominalnym 23,0 mld zł, a w ujęciu względnym – 27,2%. W horyzoncie dwuletnim wartość całego publicznego rynku pierwotnego wzrosła o 43,5 mld zł (68,2%).

Podobnie, jak w poprzednich latach, przeważającą część (19,8 mld zł tj. 86,1%) rocznego przyrostu rynku przypadła na obligacje korporacyjne, z czego 6,1 mld zł stanowiły obligacje nominowane w złotych, a o 13,7 mld zł przyrósł dług przedsiębiorstw nominowany w euro.

Rynek obligacji komunalnych zwiększył się w ciągu roku o 3 mld zł, ale ponad 88,5% tego przyrostu (2,7 mld zł) miało miejsce w okresie ostatnich trzech miesięcy, co oznacza wzrost kwartał do kwartału rzędu 29,5%. Liczba emitentów obligacji komunalnych w stosunku do końca września ub.r. zmalała o jednego emitenta, ale w horyzoncie trzech miesięcy nastąpił przyrost o 3 podmioty. W horyzoncie dwunastu miesięcy odnotowano wzrost o 7 emitentów.

Liczba uplasowanych na rynku emisji na koniec marca 2026 r. wynosiła 808 i wzrosła w skali roku o 82 (przyrost o 11,3%), z czego o 77 emisji zwiększyła się liczba emisji złotych, a o 5 nominowanych w euro. Przeważający udział (75 emisji) przyrostu rok do roku odnotowała kategoria obligacji komunalnych. Podobny przyrost (79 emisji) miał miejsce, w tej kategorii obligacji, w ciągu ostatnich trzech miesięcy. W tym samym okresie ilość emisji nominowanych w euro spadła z 32 do 31.

31 marca 2026 r. na regulowanych rynkach obligacji (Catalyst i BondSpot) obecne były następujące emisje:

- 1) wyemitowane przez 84 przedsiębiorstw 273 serie obligacji złotych na kwotę nominalną 62,1 mld zł oraz 31 serie obligacji nominowanych w euro (tabela 3) na łączną kwotę 7,8 mld euro (przyrost w okresie półrocza 1,5 mld euro, czyli o 23,0%), co

w przeliczeniu na walutę krajową (po kursie NBP z 31.03.2026 r.) dało ok. 33,1 mld zł; tym samym nominalny dług przedsiębiorstw przekroczył łącznie 95,2 mld zł i był o 9,8% wyższy od notowanego w poprzednim okresie sprawozdawczym;

Tabela 3. Emisje nominowane w euro według stanu na 31.03.2026 r. (nowe emisje na szarym tle)

Emitent	Seria	Termin wykupu	Odsetki	Bieżący kupon	Wartość emisji [tys. euro]
7R	SIR0628	3.06.2028	EURIBOR 6M + 5,5%	7,56%	22 881,30
BEST	KRI0328	27.03.2028	EURIBOR 3M + 5,2%	7,20%	4 999,90
	BST0730	1.07.2030	EURIBOR 3M + 3,8%	5,80%	5 000,00
BEST Niestandaryzowany FIZ Wierzytelności	BFW1027	18.10.2027	EURIBOR 3M + 5,2%	7,17%	4 185,30
Cavatina Holding	CAV0127	26.01.2027	EURIBOR 6M + 6,0%	8,05%	4 366,90
	CAV0929	11.09.2029	EURIBOR 6M + 6,0%	8,10%	11 135,50
Echo Investment	ECH1028	27.10.2028	stałe 7,40%	7,40%	43 000,00
Ghelamco Invest	GHE1227	07.12.2027	EURIBOR 6M + 5,0%	7,07%	4 999,90
Kruk	KRU0229	01.02.2029	EURIBOR 3M + 4,0%	6,02%	24 000,00
	KRU1228	11.12.2028	EURIBOR 3M + 4,0%	6,05%	10 000,00
Olivia Fin	OBC0627	08.06.2027	EURIBOR 3M + 5,5%	7,58%	2 500,00
	OBC0827	07.08.2027	EURIBOR 3M + 5,3%	7,29%	7 000,00
	OBC0828	07.08.2028	EURIBOR 6M + 4,7%	6,77%	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
	ORL0732	2.07.2032	stałe 3,63%	3,63%	600 000,00
PA Nova	NVA0527	29.05.2027	EURIBOR 3M + 4,4%	6,42%	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

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Odsetki</b>	<b>Bieżący kupon</b>	<b>Wartość emisji [tys. euro]</b>
	PE20631	4.06.2031	stałe 3,75%	3,75%	500 000,00
	PEO0932	23.09.2032	stałe 3,5%	3,50%	500 000,00
	PEO0236	27.02.2036	stałe 4,01%	4,01%	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
	PKO0631	30.06.2031	stałe 3,63%	3,63%	500 000,00
	PKO1132	20.11.2032	stałe 3,63%	3,63%	500 000,00
PragmaGO	PRF0427	16.04.2027	EURIBOR 3M + 5,0%	7,00%	3 500,00
	PRF0228		EURIBOR 3M + 4,5%	6,51%	5 000,00
R.POWER	RPW0630	26.06.2030	EURIBOR 6M + 3,5%	5,54%	30 000,00
<b>Suma</b>					<b>7 801 746,80</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

- 2) wyemitowane przez 63 samorządy 502 serie obligacji (o 41 więcej niż we wrześniu 2025 r. i o 75 więcej niż przed rokiem) na łączną kwotę 11,8 mld zł (wzrost od końca września 2025 r. wyniósł 2,3 mld zł tj. 24,4%);
- 3) wyemitowane w IV kwartale ubiegłego roku przez 2 banki spółdzielcze obligacje o łącznej wartości 150 mln zł (tabela 4).

Tabela 4. Publiczne emisje banków spółdzielczych – stan na 31.03.2026 r.

<b>Emitent</b>	<b>Data emisji</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Odsetki</b>	<b>Bieżący kupon</b>	<b>Wartość emisji [tys. zł]</b>
Krakowski Bank Spółdzielczy	lis 2025	20.11.2029	zmiennie WIBOR 6M + 3,8%	7,97%	100 000,00
Bank Spółdzielczy Rzemiosła	gru 2025	04.12.2028	zmiennie WIBOR 3M + 3,8%	7,65%	50 000,00
<b>Suma</b>					<b>150 000,00</b>

Źródło: obligacje.pl.

W grupie emisji korporacyjnych znalazło się 40 serii obligacji 8 banków komercyjnych (Alior Bank, Bank Millennium, Bank Poczty, BOŚ, mBank, Bank Pekao, PKO BP oraz Santander Bank Polska). W porównaniu do sytuacji sprzed pół roku liczba emitentów nie

uległa zmianie, natomiast liczba wyemitowanych przez banki serii obligacji wzrosła o 3, a wobec końca marca ubiegłego roku ilość emisji wzrosła o 7.

W okresie ostatnich sześciu miesięcy nastąpiły 3 wykupy (na łączną kwotę 3,9 mld zł), wszystkie przedterminowe. Emitentami byli mBank (MBK1030), Santander Bank Polska (SPL1126) oraz Pekao (PEO0127). Ostatni wykup nastąpił w 2026 r., a pozostałe dwa w 2025 r.

W okresie ostatniego półrocza doszło do 3 nowych bankowych emisji nominowanych w euro (każda o nominale 500 mln euro: PEO0932, PEO0236 oraz PKO1132), a także trzech nominowanych w złotych (na łączną kwotę 3,9 mld zł: ALR1029, PKO0935-K i SPL1228).

Sumaryczna wartość obligacji banków komercyjnych, uplasowanych na Catalyst w obu walutach, wyniosła w nominale ok. 51,2 mld zł (wzrost o 8,4 mld zł, tj. o 19,7% od końca września 2025 r.). Na koniec I kwartału 2026 r. wielkość ta stanowiła ponad 53,8% wartości uplasowanych na rynku pierwotnym obligacji przedsiębiorstw i była wyższa o 2,9 p.p. niż pół roku wcześniej. W odniesieniu do całego pierwotnego rynku obligacji udział papierów bankowych wynosił 47,8% i wzrósł w stosunku do końca III kwartału 2025 r. o 3 p.p.

W dalszym ciągu obserwujemy rosnącą koncentrację rynku, w bieżącym okresie sprawozdawczym już tylko pięciu emitentów przekroczyło trzyprocentowy udział w rynku obligacji korporacyjnych. Były to: PKO BP (23,2%), Pekao (15,7%), Orlen (8,2%), Santander (8,1%) i Cyfrowy Polsat (3,7%) – w poprzednim okresie było 7 takich podmiotów. Tabela 5 zawiera zestawienie szczegółowe dotyczące obligacji wzmiankowanych emitentów. W przedziale 2,0–3,0% procent znalazły się obligacje emitentów: Kruk, KGHM Polska Miedź, PZU Alior Bank, mBank, ENEA i P4.

Wymieniona grupa jedenastu podmiotów uplasowała w minionym półroczu obligacje o łącznej wartości nominalnej wynoszącej ponad 70,0 mld zł, co stanowiło 73,6% rynku obligacji korporacyjnych (o 4,2 p.p. więcej niż pół roku wcześniej) i 65,4% (wzrost o 2,9 p.p. wobec końca III kwartału 2025 r.) całego rynku pierwotnego.

W ostatnich sześciu miesiącach liczba emisji uplasowanych na rynku wzrosła o 47 (przyrost 6,7%), trzeba jednak zwrócić uwagę na fakt, że od 30 września ub.r., kiedy na rynku Catalyst było zarejestrowanych 761 różnych serii obligacji do końca grudnia 2025 r., ich liczba spadła do 724, tak więc przyrost w I kwartale 2026 roku był prawie dwukrotnie wyższy (84 emisje) niż w całym minionym półroczu.

Tabela 5. Emitenci notujący udział w publicznym rynku pierwotnym obligacji korporacyjnych przekraczający 3,0% – stan na 31.03.2026 r. (nowe emisje na szarym tle)

Emitent	Instrument	Bieżący kupon [%]	Wartość emisji [mln zł]
PKO Bank Polski	PKO0935-K	5,600	2 000,00
	PKO0827	5,260	1 700,00
	PKO1034-K	6,660	1 500,00
	PKO0328	5,210	1 000,00
	PKO0229	5,300	1 000,00
	PKO0628*	3,375	3 184,35
	PKO0927*	3,875	3 184,35
	PKO1132*	3,625	2 122,90
	PKO0629*	4,500	2 122,90
	PK10328*	4,500	2 122,90
	PKO0631*	3,625	2 122,90
Bank Pekao Polska Kasa Opieki	PEO1027	5,840	1 250,00
	PEO0435-K	6,410	750,00
	PEO0631	5,740	750,00
	PEO1028	5,970	550,00
	PEO0236*	4,010	2 122,90
	PE20631*	3,750	2 122,90
	PEO0932*	3,500	2 122,90
	PEO1127*	4,000	2 122,90
	PEO0930*	5,930	2 122,90
	PEO0429	5,500	500,00
	PEO0727	7,500	350,00
PEO1033	6,220	200,00	
Santander Bank Polska	SPL1228	5,200	3 100,00
	SPL0427	6,080	1 900,00
	SPL0927	5,280	1 800,00
	SPL0428	6,160	1 000,00
Orlen	ORL1232	4,920	2 000,00
	ORL0732*	3,625	2 547,48
	ORL0730*	4,750	2 122,90
	PKN0528*	1,125	2 122,90
Cyfrowy Polsat	CPS0130	7,710	3 490,00
<b>Suma</b>			<b>57 008,08</b>

\* emisje nominowane w euro.

Źródło: gpwcatayst.pl; obligacje.pl.

Niemal całość wspomnianego przyrostu była dziełem obligacji samorządowych – wyniósł on 41 emisji wobec końca III kwartału 2025 r. i 79 emisji w stosunku do końca 2025 r. W pozostałych kategoriach panowała względna równowaga. O 5 emisji przyrosła w ciągu

sześciu miesięcy kategoria obligacji przedsiębiorstw, w tym rynek obligacji nominowanych w złotych zanotował przyrost o 4 emisje, natomiast rynek obligacji nominowanych w euro powiększył się o zaledwie jedną serię (a w ciągu ostatniego kwartału o jedną serię się zmniejszył).

Na rynku obligacji banków spółdzielczych, nastąpił wykup obligacji Bałtyckiego Banku Spółdzielczego natomiast pojawiły się dwie nowe emisje: Krakowskiego Banku Spółdzielczego i Spółdzielczego Banku Rzemiosła. Obie na znacznie wyższe kwoty niż dotychczasowe emisje w tej kategorii.

Liczba obecnych na rynku na koniec marca br. emitentów wyniosła 151 podmiotów, co oznaczało przyrost o 2 w skali półrocza. Wśród emitentów obligacji korporacyjnych przybyły per saldo dwa podmioty (ubyło 7, przybyło 9). Z rynku wycofali się: Inpost Société, Tauron Polska Energia, Eurocash, MLP Group, Dino Polska, MCI Capital ASI, DL Invest Group PM. Pojawili się za to Dadelo, Invest Komfort Finance, Peu (Fin) Plc, Grupa Corpus Iuris, Resi Capital, Mosty Magazyny Energii, WAN, Warimpex Financing PL i Capital Park Sp. z o.o.

W ciągu ostatnich sześciu miesięcy – oprócz 9 debiutujących podmiotów – swoje zadłużenie zwiększyło jeszcze 24 emitentów. W tabeli 6 zaprezentowano dane dotyczące obligacji wyemitowanych w okresie od końca września 2025 r. do końca marca 2026 r. przez tę grupę 33 emitentów.

Tabela 6. Emitenci zwiększający w stosunku do końca III kwartału 2025 r. wolumen emisji na publicznym rynku obligacji korporacyjnych

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Bieżący kupon [%]</b>	<b>Wolumen emisji [tys. zł]</b>	<b>Wzrost zadłużenia [tys. zł]</b>
ADATEX	ADX1128	21.11.2028	10,260	10 000,00	10 000,00
ALIOR BANK	ALR1029	19.10.2029	5,820	450 000,00	450 000,00
ART.LOCUM	ARL0429	24.04.2029	8,160	40 000,00	40 000,00
ATAL	ATL0628	19.06.2028	5,830	100 000,00	40 000,00
	ATL1028	13.10.2028	6,540	200 000,00	
BEST	BST0331	24.03.2031	7,020	134 217,40	94 141,46
	BST0330	04.03.2030	7,340	100 000,00	
BUDLEX FINANCE	BXF0229	09.02.2029	8,890	20 000,00	39 660,00
	BXF1228	22.12.2028	9,160	10 000,00	
	BXF1028	29.10.2028	9,270	20 000,00	

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Bieżący kupon [%]</b>	<b>Wolumen emisji [tys. zł]</b>	<b>Wzrost zadłużenia [tys. zł]</b>
CAPITAL PARK SP. Z O.O.	CAP1028	13.10.2028	9,980	25 774,00	25 774,00
CAVATINA HOLDING	CAV1229	18.12.2029	9,630	102 160,00	57 755,00
DADELO	DAD1028	23.10.2028	6,840	50 000,00	50 000,00
DEKPOL	DEK0230	23.02.2030	6,240	250 000,00	147 431,00
DEVELIA	DVL0130	09.01.2030	5,950	180 000,00	80 000,00
GRUPA CORPUS IURIS	GC10729	30.07.2029	9,170	35 000,00	68 000,00
	GCI0729	30.07.2029	9,170	33 000,00	
HM INWEST	HMI1228	05.12.2028	10,040	16 000,00	16 000,00
INFINITY	INF1027	13.10.2027	8,180	12 000,00	6 600,00
INTERBUD LUBLIN	INT1228	29.12.2028	10,920	8 000,00	8 000,00
INVEST KOMFORT FINANCE	INV0928	25.09.2028	6,610	100 000,00	100 000,00
INVEST TDJ ESTATE	TD10628	30.06.2028	8,060	100 000,00	80 500,00
	TDJ0628	30.06.2028	8,140	65 000,00	
MARVIPOL DEVELOPMENT	MVP1029	27.10.2029	8,040	100 000,00	109 533,00
	MVP0130	28.01.20230	7,120	100 000,00	
MOSTY MAGAZYNY ENERGII	GMO1128	05.11.2028	7,400	100 000,00	100 000,00
NDI FINANCE	NDI0929	10.09.2029	7,300	100 000,00	100 000,00
ORLEN	ORL1232	09.12.2032	4,920	2 000 000,00	1 000 000,00
PCC EXOL	PCX0930	18.09.2030	6,000	25 000,00	25 000,00
PEKAO	PEO0236*	27.02.2036	4,010	2 122 900,00	3 645 800,00
	PEO0932*	23.09.2032	3,500	2 122 900,00	
PEU (FIN) PLC	PEU1130	06.11.2030	6,780	600 000,00	600 000,00
PKO BP	PKO0935-K	24.09.2035	5,600	2 000 000,00	4 122 900,00
	PKO1132*	20.11.2032	3,625	2 122 900,00	
RESI CAPITAL	RES0228	19.02.2028	9,860	29 295,69	29 295,69
ROBYG	ROB0529	07.05.2029	6,870	75 000,00	38 250,00
RONSON	RON1229	12.12.2029	6,640	130 000,00	70 000,00
UNIBEP SA	UNI0329	19.03.2029	7,340	150 000,00	90 014,90
VEHIS FINANSE	VHI1228	29.12.2028	9,350	42 500,00	101 200,00
	VHI1128	07.11.2028	8,340	100 000,00	

Emitent	Seria	Termin wykupu	Bieżący kupon [%]	Wolumen emisji [tys. zł]	Wzrost zadłużenia [tys. zł]
VINDEXUS	VIN0329	10.03.2029	7,790	50 000,00	44 860,60
WAN	WAN0329	25.03.2029	9,360	19 000,00	111 000,00
	WAN0629	17.06.2029	9,680	31 000,00	
	WAN0230	10.02.2030	10,030	30 000,00	
	WAN1028	10.10.2028	10,800	31 000,00	
WARIMPEX FINANCING PL	WAR0928	19.09.2028	9,340	21 000,00	21 000,00
<b>Suma</b>				<b>14 163 647,09</b>	<b>11 522 715,65</b>

\* emisje nominowane w euro  
Źródło: gpwcatalyst.pl.

W analizowanym półroczu wartość nowych emisji nieznacznie, bo o 227,6 mln zł przewyższyła wartość emisji dokonanych w okresie poprzednich sześciu miesięcy. Istotnej zmianie uległy natomiast proporcje pomiędzy wartością nowych emisji a wzrostem zadłużenia emitentów dokonujących tych emisji. O ile w okresie marzec – wrzesień 2025 r. łączna wartość długu wzrosła o 8,9 mld zł, co stanowiło 63,7% wartości nowych emisji (w tym samym czasie emitenci dokonali wykupu na ponad 5 mld zł), o tyle w bieżącym okresie sprawozdawczym przyrost zadłużenia pochłonął 81,4% pozyskanych na rynku funduszy, a wykup wcześniejszego zadłużenia zamknął się kwotą 2,6 mld zł. Takie zachowanie emitentów wynikało z faktu wyraźnego spłaszczenia się krzywych dochodowości, a zatem braku ekonomicznego uzasadnienia dla rolowania długu – koszty zorganizowania nowych emisji nie rekompensują możliwego do uzyskania korzystniejszego kosztu długu.

Poza siedmioma podmiotami, które dokonały całkowitego wykupu długu, na rynku obecnych było 12 przedsiębiorstw, których zadłużenie zmalało w ciągu ostatniego półrocza. Ich wykaz zamieszczono w tabeli 7.

W minionych sześciu miesiącach liczba jednostek samorządowych finansujących się na rynku publicznym zmalała z 64 do 63 podmiotów. Na wynik ten złożył się całkowity wykup obligacji przez trzy samorzady: Miasta i Gminy Sanok, Województwa Opolskiego oraz Włocławka. W ich miejsce pojawiło się dwóch nowych emitentów: Gmina Miękinia i Gmina Środa Śląska. Oprócz dwóch nowych emitentów, w okresie minionego półrocza, wzrost zadłużenia odnotowało jeszcze 23 emitentów a spadek długu miał miejsce w odniesieniu do 24 podmiotów. Szczegóły przedstawiono w tabelach 8 i 9.

Tabela 7. Emitenci o malejącym w stosunku do końca III kwartału 2025 r. wolumenie emisji na publicznym rynku obligacji korporacyjnych

<b>Emitent</b>	<b>Spadek wolumenu wyemitowanych obligacji [tys. zł]</b>
GHELAMCO INVEST	240 000,00
MBANK	200 000,00
POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI	120 000,00
VICTORIA DOM SPÓŁKA AKCYJNA	119 215,00
SANTANDER BANK POLSKA	100 000,00
KRUK	72 500,00
ECHO INVESTMENT	50 000,00
COGNOR	48 000,00
MCI MANAGEMENT SP. Z O.O	20 000,00
OLIVIA FIN	19 939,00
PRAGMAGO	18 000,00
AOW FAKTORING	4 655,00
<b>Suma</b>	<b>1 012 309,00</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl.

W grupie pięciu największych emitentów pierwotnego rynku obligacji samorządowych na koniec marca 2026 r. jedynie Warszawa nie dokonała żadnych zmian w swoim zadłużeniu. Pozostałe cztery samorzady z czołówki rankingu zwiększały swoje zadłużenie – najsilniej wzrosło zadłużenie Łodzi (o 903,4 mln zł). Lider rankingu, czyli Kraków, dołożył do dotychczasowego długu wynoszącego, 2,6 mld zł, kolejne 721 mln zł.

Tabela 8. Nowi – w stosunku do końca III kwartału 2025 r. – emitenci na publicznym rynku obligacji komunalnych

<b>Emitent</b>	<b>Seria</b>	<b>Termin wykupu</b>	<b>Odsetki</b>	<b>Bieżący kupon [%]</b>	<b>Wartość emisji [tys. zł]</b>
GMINA MIĘKINIA	MKN1138	25.11.2038	WIBOR6M + 0,57%	4,50	16 000,00
GMINA ŚRODA ŚLĄSKA	SRS1134	27.11.2034	WIBOR6M + 0,59%	4,73	10 000,00
	SRS1141	25.11.2041	WIBOR6M + 0,59%	4,73	24 000,00
<b>Suma</b>					<b>50 000,00</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

Tabela 9 Emitenci zmieniający w stosunku do końca III kwartału 2025 r. wolumen zadłużenia na publicznym rynku obligacji komunalnych

Emitent	Zmiana zadłużenia [tys. zł]	Procentowa zmiana długu
MIASTO ŁÓDŹ	903 400,00	58,5%
KRAKÓW	721 064,00	27,6%
GMINA OLSZTYN	204 000,00	116,6%
GMINA WOŁOMIN	112 500,00	274,4%
WOJEWÓDZTWO MAZOWIECKIE	100 000,00	25,0%
MIASTO TARNOBRZEG	98 100,00	410,5%
GMINA MIEJSKA ŚWIDNIK	41 500,00	49,8%
GMINA NIEPOŁOMICE	38 000,00	29,5%
GMINA SWARZĘDZ	34 000,00	48,6%
GMINA ŚRODA ŚLĄSKA	34 000,00	b.d.
WAŁBRZYCH	31 500,00	8,7%
MIASTO SKIERNIEWICE	30 000,00	27,3%
GMINA REDZIKOWO	25 000,00	37,1%
GMINA ANDRYCHÓW	22 000,00	137,5%
GRUDZIĄDZ	21 997,00	102,3%
GMINA MIEJSKA MIELEC	19 500,00	14,8%
ZGORZELEC	18 124,00	181,2%
MIASTO ZDUŃSKA WOLA	17 500,00	31,5%
GMINA MIĘKINIA	16 000,00	b.d.
GMINA MIEJSKA BIAŁA PODLASKA	14 600,00	45,1%
MIASTO KOBYŁKA	10 000,00	20,8%
GMINA PSZCZYNA	9 000,00	27,3%
GMINA PODGÓRZYN	8 350,00	19,3%
GMINA PRAŻMÓW	8 000,00	53,3%
GMINA MIASTO PŁOCK	3 000,00	1,7%
MIASTO KIELCE	-1 000,00	-0,6%
GMINA BARCIN	-1 400,00	-12,3%
GMINA BRZESKO	-1 800,00	-47,4%
GMINA GOŁDAP	-2 000,00	-11,8%
MUSZYNA	-2 000,00	-7,1%
MIASTO USTKA	-2 500,00	-9,3%
POWIAT GOLENIOWSKI	-2 500,00	-7,4%
MIASTO RADOMSKO	-2 600,00	-5,5%
GMINA MIASTO KOSZALIN	-3 500,00	-4,2%
GMINA MIASTO KOŁOBRZEG	-4 000,00	-15,4%

Emitent	Zmiana zadłużenia [tys. zł]	Procentowa zmiana długu
PRZEMYSŁ	-4 070,00	-20,0%
WOJEWÓDZTWO OPOLSKIE	-5 950,00	-100,0%
WŁOCŁAWEK	-6 000,00	-100,0%
SIEDLCE	-6 500,00	-2,1%
SOPOT	-8 000,00	-16,0%
GMINA MOSINA	-9 500,00	-33,3%
GMINA MIASTO ŚWINOUJŚCIE	-10 000,00	-5,5%
MIASTO SŁUPSK	-10 000,00	-4,0%
GMINA PIŁA	-12 000,00	-10,2%
MIASTO ZAMOŚĆ	-16 259,00	-7,9%
ELBLĄG	-18 000,00	-15,1%
GMINA MIASTA SANOKA	-18 000,00	-100,0%
WOJEWÓDZTWO MAŁOPOLSKIE	-20 000,00	-11,1%
MIASTO CHEŁM	-49 000,00	-67,6%

Źródło: gpwcatalyst.pl.

Województwo mazowieckie – które zwiększyło zadłużenie o 100 mln zł – uplasowało się samodzielnie na 3. miejscu, tym samym Warszawa spadła na miejsce czwarte, a ostatni z czołówki Wałbrzych zwiększył swój dług o 31,5 mln zł i wyprzedził Katowice, zbliżając się do Warszawy na niewiele ponad 6 mln zł (Tabela 10). W grupie emitentów o długi przekraczającym 200 mln zł (9 podmiotów) nastąpiły dwie zmiany, a mianowicie do grupy tej dołączył Olsztyn, który zanotował wzrost zadłużenia w ciągu ostatniego półrocza ze 175 mln zł do 379 mln zł (plus 116,6%) a wypadł z niej Zamość, który zredukował swój dług z 206,7 do 190,5 mln zł.

Tabela 10. Emitenci o największym udziale w publicznym rynku obligacji komunalnych według stanu na 31.03.2026 r.

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku
<b>Kraków</b>	KRA0528	07.05.2028	5,17	60 000,00	<b>28,10%</b>
	KRA1129	26.11.2029	4,24	24 764,00	
	KRA0733	20.07.2033	4,75	300 000,00	
	KR11134	25.11.2034	5,26	350 000,00	
	KRA1134	25.11.2034	5,26	328 000,00	
	KRA0735	17.07.2035	4,85	300 000,00	
	KRA1236	22.12.2036	3,96	200 000,00	
	KRA1037	01.10.2037	5,68	120 000,00	
	KA11138	25.11.2038	4,99	300 000,00	
	KA21138	25.11.2038	4,99	20 000,00	
KRA1138	25.11.2038	4,99	300 000,00		

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku
	KRA1139	25.11.2039	4,83	200 000,00	
	KRA1240	17.12.2040	4,53	203 000,00	
	KRA1141	25.11.2041	4,54	318 300,00	
	KRA1143	25.11.2043	4,50	305 000,00	
	<b>Razem</b>			<b>3 329 064,00</b>	
<b>Łódź</b>	LD11231	01.12.2031	5,24	84 900,00	<b>20,66%</b>
	LD21231	01.12.2031	5,13	130 000,00	
	LDZ1231	01.12.2031	5,25	84 900,00	
	LD11232	01.12.2032	5,29	84 900,00	
	LD21232	01.12.2032	5,18	100 000,00	
	LD31232	01.12.2032	4,86	150 000,00	
	LDZ1232	01.12.2032	5,30	84 900,00	
	LD11233	01.12.2033	5,29	84 900,00	
	LD21233	01.12.2033	5,23	137 000,00	
	LDZ1233	01.12.2033	5,30	84 900,00	
	LD31233	18.12.2033	4,84	150 000,00	
	LD11234	01.12.2034	5,29	84 900,00	
	LD31234	01.12.2034	4,86	150 000,00	
	LDZ1234	01.12.2034	5,29	84 900,00	
	LD21234	18.12.2034	5,12	137 000,00	
	LDZ1235	01.12.2035	5,29	84 900,00	
	LD21235	03.12.2035	4,84	150 000,00	
	LD11235	17.12.2035	5,17	137 000,00	
	LDZ1236	01.12.2036	5,38	139 800,00	
	LD31236	08.12.2036	4,83	150 000,00	
LDZ1237	01.12.2037	4,88	153 400,00		
<b>Razem</b>			<b>2 448 300,00</b>		
<b>Województwo Mazowieckie</b>	WOM1226	19.12.2026	4,35	100 000,00	<b>4,22%</b>
	WOM1127	25.11.2027	4,59	100 000,00	
	WOM1228	19.12.2028	4,39	100 000,00	
	WOM1129	26.11.2029	4,42	100 000,00	
	WOM1130	25.11.2030	4,44	100 000,00	
<b>Razem</b>			<b>500 000,00</b>		
<b>Warszawa</b>	WAW1228	2028.12.21	4,62	200 000,00	<b>3,38%</b>
	WAW1230	2030.12.21	4,82	200 000,00	
	<b>Razem</b>			<b>400 000,00</b>	
<b>Wałbrzych</b>	WAL1027	22.10.2027	6,55	800,00	<b>3,32%</b>
	WA11128	25.11.2028	5,34	6 000,00	
	WAL1128	25.11.2028	5,24	4 500,00	
	WAL1129	25.11.2029	5,24	5 000,00	
	WA11130	25.11.2030	5,34	12 000,00	
	WAL1130	25.11.2030	5,24	10 500,00	
	WAL0531	25.05.2031	5,24	7 750,00	
	WAL1131	25.11.2031	5,24	10 000,00	
	WA11132	25.11.2032	4,94	10 000,00	
	WAL1132	25.11.2032	5,34	12 000,00	
	WA11133	25.11.2033	5,09	22 580,00	
	WAL1133	25.11.2033	5,34	10 000,00	
	WAL1134	25.11.2034	5,34	10 000,00	
	WA11134	27.11.2034	5,34	10 000,00	
	WA21134	27.11.2034	4,94	10 000,00	
	WAL1135	26.11.2035	5,34	10 000,00	
	WA11136	25.11.2036	5,34	10 000,00	
	WA21136	25.11.2036	4,94	10 000,00	
	WA31136	25.11.2036	4,78	12 764,00	
	WAL1136	25.11.2036	5,34	10 000,00	

Emitent	Instrument	Data wykupu	Kupon [%]	Wartość emisji [tys. zł]	Udział w rynku
	WA11137	25.11.2037	5,34	10 000,00	
	WA21137	25.11.2037	4,94	15 000,00	
	WAL1137	25.11.2037	5,34	10 000,00	
	WA11138	25.11.2038	5,34	10 000,00	
	WA21138	25.11.2038	4,94	10 000,00	
	WA31138	25.11.2038	4,78	15 000,00	
	WAL1138	25.11.2038	5,34	10 000,00	
	WA11139	25.11.2039	5,34	10 000,00	
	WA21139	25.11.2039	4,78	15 000,00	
	WAL1139	25.11.2039	5,34	10 000,00	
	WAL1140	25.11.2040	5,34	10 000,00	
	WA11140	26.11.2040	5,34	10 000,00	
	WA21140	26.11.2040	4,94	10 000,00	
	WA31140	26.11.2040	4,59	15 000,00	
	WAL1141	25.11.2041	4,47	15 000,00	
	WA11142	25.11.2042	4,47	15 000,00	
	WAL1142	25.11.2042	4,94	10 000,00	
	<b>Razem</b>			<b>393 894,00</b>	
<b>RAZEM</b>				<b>7 071 258,00</b>	<b>59,68%</b>

Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl.

W sumie wartość obligacji wyemitowanych przez dziesięciu największych emitentów wśród samorządów przekroczyła w nominale 8,56 mld zł, rosnąc o blisko 2,0 mld zł. Zadłużenie to stanowiło 72,3% rynku długu komunalnego. Wobec stanu w III kwartale 2025 r. udział ten wzrósł o 2,5, p.p., a w stosunku do stanu sprzed roku zmiana wyniosła minus 0,8 p.p.

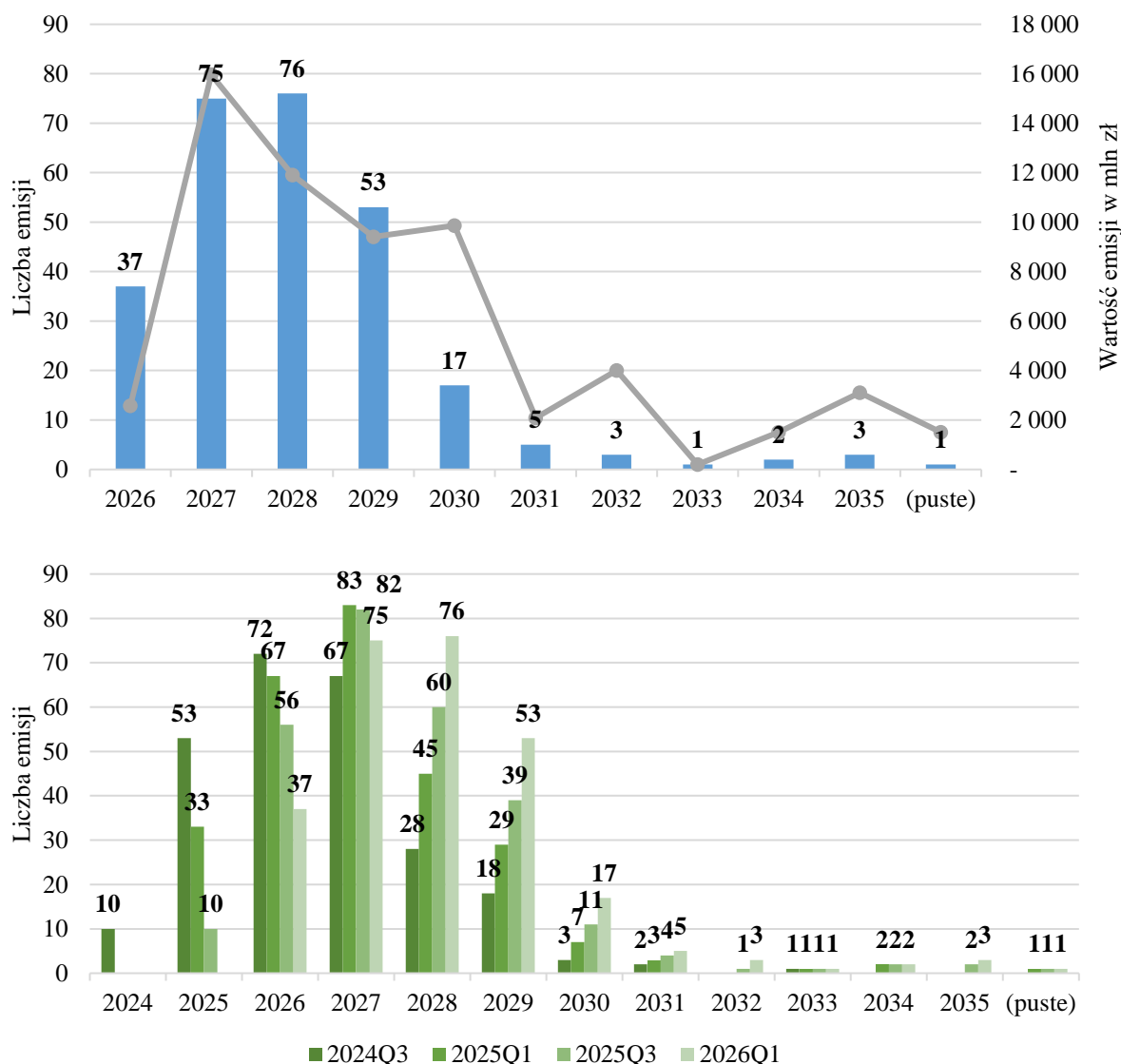
Spośród 273 serii obligacji korporacyjnych nominowanych w złotych, dostępnych na rynku na koniec marca 2026 r., 10 serii (nieco ponad 13,5% wszystkich emisji), zostanie wykupionych do końca bieżącego roku, a kolejne 75 serii (27,5%) ma termin wykupu przypadający do końca 2027 r.

W sumie, grupa obligacji zapadających przed końcem 2027 r. to ponad 40,0% dostępnych serii emitowanych przez przedsiębiorstwa. Kolejne 27,8% emisji zostanie wykupione w 2028 r., a w 2029 r. będzie to następne 19,4%. W sumie aż 241 serii z 273 ma termin zapadalności krótszy niż 4 lata. Po roku 2030 termin wykupu ma zaledwie 15 obligacji czyli 5,5% całego rynku pierwotnego obligacji korporacyjnych. Dwie najdłuższe obligacje korporacyjne, nie licząc bezterminowej MBK01PERP-K, zapadające za niespełna 10 lat zostały wyemitowane przez Pekao (PEO0435-K) oraz BOŚ (BOS0735-K).

Pozytywnym zjawiskiem jest obserwowana od kilku kwartałów zmiana struktury rynku pierwotnego mierzona wartością, a nie liczbą emisji. Z półrocza na półrocze coraz bardziej przesuwa się ona w kierunku dłuższych terminów zapadalności – to przede wszystkim zasługa dużych emisji banków. Jeszcze we wrześniu ub.r. wartość obligacji zapadających w latach

trzydziestych stanowiła niespełna jedną czwartą (14,0 mld zł) całego długu złotowego przedsiębiorstw. Na koniec marca 2026 r. udział ten wzrósł o 12,5 p.p. do ponad jednej trzeciej a kwotowo wyniósł 22,3 mld zł. Szczegóły przedstawia wykres 6.

Wykres 6. Rozkłady zapadalności obligacji przedsiębiorstw nominowanych w złotych



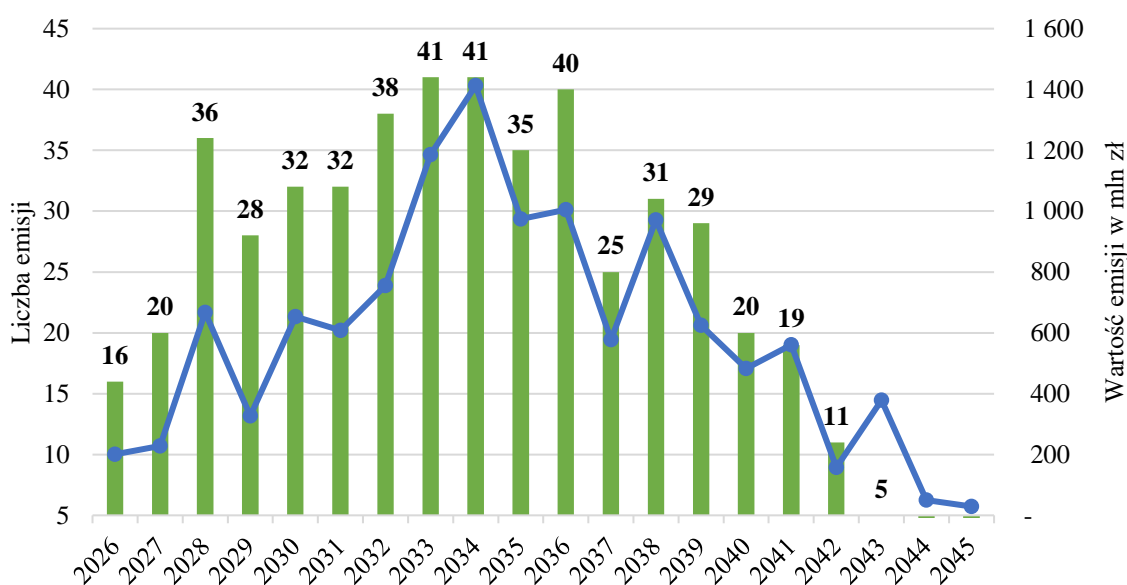
Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

W sektorze obligacji samorządowych rozkład zapadalności (wykres 7) był bardziej spłaszczony i, 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 – termin wykupu po roku 2033 charakteryzuje już 259 serii obligacji o 63 (wzrost o 24,3%) więcej niż pod koniec września 2025 r. i o 86 więcej niż rok temu (wzrost o 33,2%). Udział tych emisji

wzrósł w ciągu sześciu miesięcy do 51,6% (wzrost o 9,1 p.p.) ogólnej liczby emisji komunalnych. Obligacje 15-letnie (19 serii) i dłuższe (również 19 serii) stanowią już 7,6% ogółu emisji. Dwie najdłuższe obligacje – z terminem wykupu w 2045 r. – wyemitowały Olsztyn (OLS0545) i Wołomin (WOL1145).

Wartościowo nadal gros wykupów (21,9%) przypada na lata 2033 (1 186 mln zł) i 2034 (1 412,8 mln zł), jednak – w odróżnieniu od obligacji korporacyjnych – rozkład wartości emisji jest bardziej symetryczny. Na koniec marca 2026 r. nominalną obligacji z terminem wykupu do 2034 r. włącznie wynosił 6 mld zł, a zapadających po 2034 r. – 5,8 mld zł.

Wykres 7. Rozkład zapadalności obligacji jednostek samorządu terytorialnego



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

Większość nominowanych w złotych obligacji korporacyjnych stanowiły obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Kupony obligacji przedsiębiorstw pokrywały przedział pomiędzy 4,0%, a 11,5% a jego górny koniec obniżył się o 1 p.p. w stosunku do marca poprzedniego roku. Górną granicę rozkładu stanowiły jak w poprzednim półroczu przewidziane do wykupu w lutym 2027 r. obligacje BBI Development (BBI0227), na dolnym końcu rozkładu nie nastąpiły zmiany. Najniższy (4,0%) kupon niezmiennie od pięciu lat oferowały zapadające w najbliższych miesiącach obligacje Kruka (KRU0626 i KRU0726).

Średni kupon wynosił 7,25% a w przedziale o odstępnie 1 p.p. od średniej (od 6,25% do 8,25%) gromadziło się ponad 42,1% dostępnych serii. W ślad za spadkiem (ale też oczekiwaniem dalszych spadków) stóp referencyjnych NBP następowało przesunięcie

rozkładu kuponów w kierunku niższych stóp procentowych i było to przesunięcie niemal symetryczne. Na koniec 2024 r. stopa referencyjna wynosiła 5,75% i do marca b.r. spadła o 2 p.p., natomiast średnia rozkładu kuponów obligacji korporacyjnych emitowanych w złotych spadła o 1,7 p.p. (8,97% vs 7,25%), co pokazuje na ustabilizowanie się przeciętnej marży za ryzyko na poziomie od 2,5 p.p. do 3 p.p.

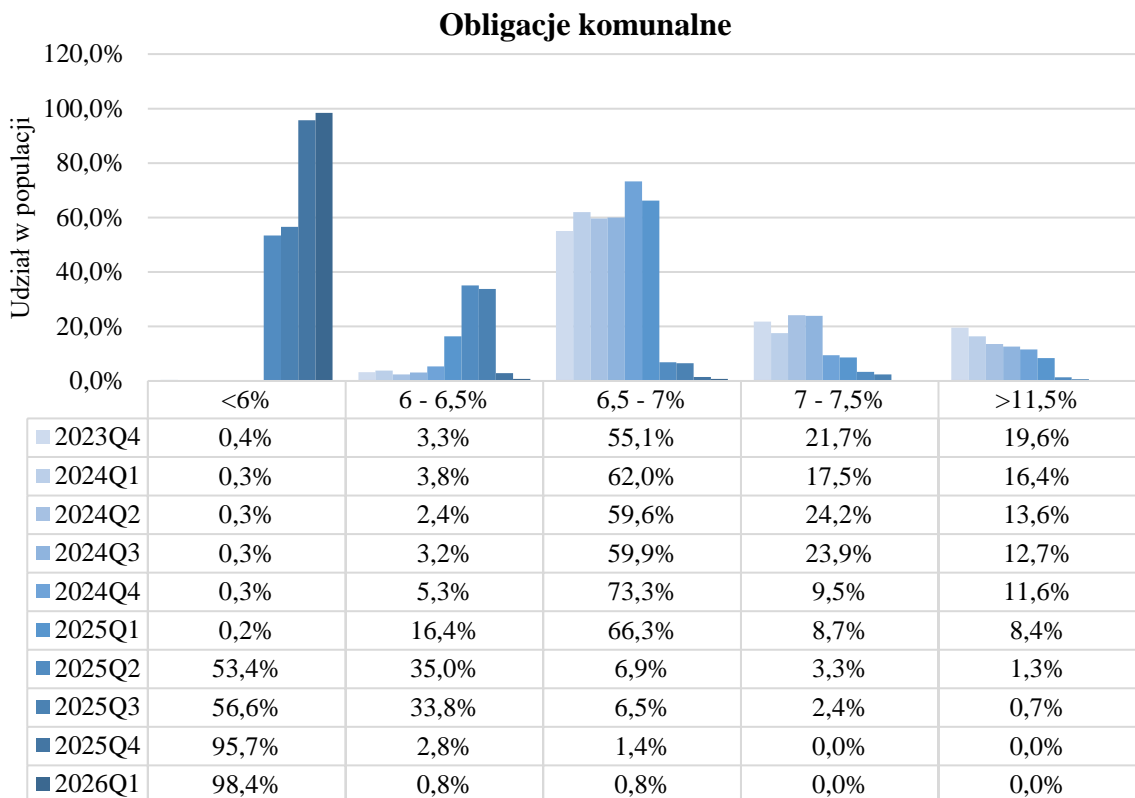
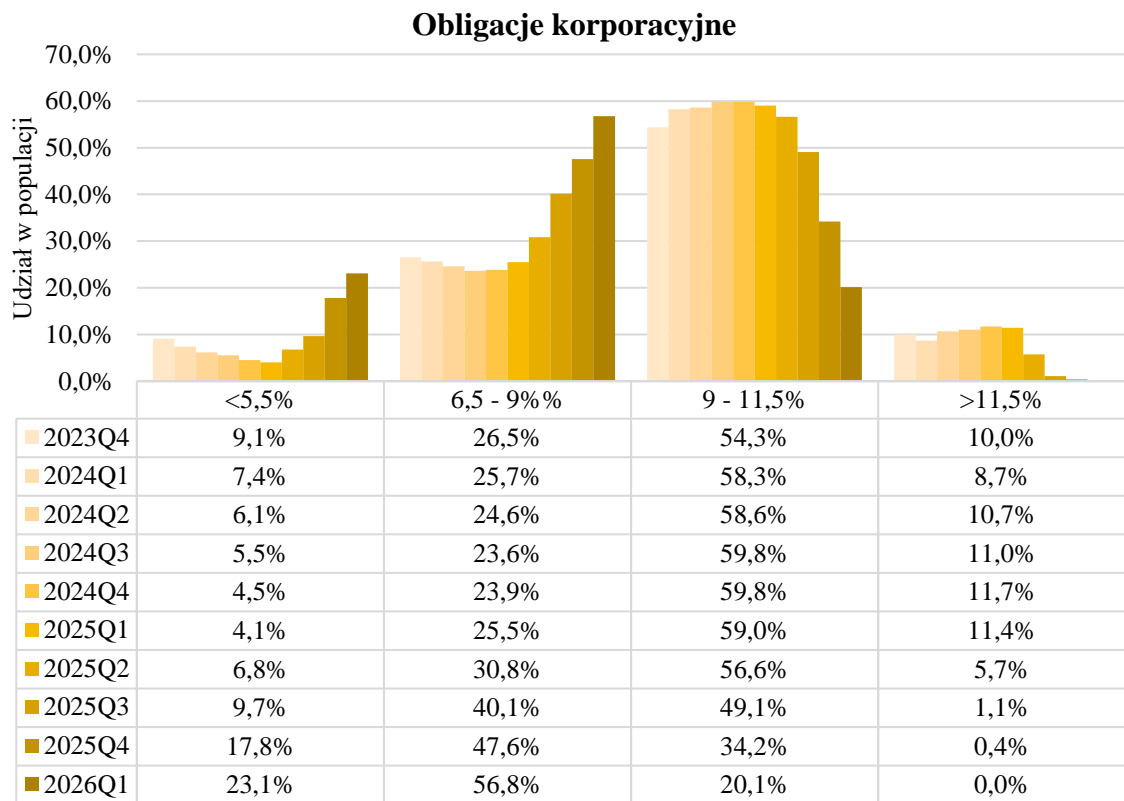
W rozkładzie oprocentowania obligacji wyemitowanych przez jednostki samorządowe kontynuowana była zmiana zapoczątkowana już w połowie ubiegłego roku. W IV kwartale 2025 r. przybrała ona na sile. W okresie tym większość (95,4%) obligacji oferowała już kupony poniżej 6,0%, a w pierwszym kwartale br. tendencja jeszcze się pogłębiła. Na koniec marca 2026 r. średnie oprocentowanie kuponu wyniosło 4,78% i było o niemal 2 p.p. niższe od wartości z końca 2024 r. Rozkład oprocentowania obligacji samorządowych pomimo większej liczebności niż obligacji korporacyjnych był znacznie bardziej wypłaszczony. Szerokość przedziału oprocentowania, w jakim plasowała się cała populacja, obejmował niespełna 3 p.p. (4,0–6,7%). W przedziale o odstępnie 0,5 p.p. od średniej (4,28–5,28%) ulokowało się 78,7% wszystkich emisji.

Najniższe oprocentowanie (3,96%), podobnie jak w poprzednim okresie sprawozdawczym, oferowały obligacje Krakowa (KRA1236), a najwyższy kupon (6,64%) przypisany był do obligacji Siedlec (SIC1133). Przeciętna marża za ryzyko – podobnie jak w przypadku obligacji przedsiębiorstw – nieco wzrosła. Na koniec 2024 r. wynosiła 0,5 p.p., zaś na koniec marca 2026 r. było to o 20 p.b. więcej. 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 obniżał się, podobnie jak na rynku obligacji złotych, jednak proces ten nie był tak szybki. W ostatnich dwóch kwartałach – podobnie jak pół roku wcześniej – niemal wszystkie obligacje z tej kategorii oferowały oprocentowanie z przedziału o szerokości 4,5 p.p. (3,0–7,5%) z zauważalną tendencją do przesuwania i wyrównywania się lokalnych maksimów wewnątrz przedziału. Podobna ilość emisji zajmowała zarówno górny, jak i dolny jego koniec (wykres 9).

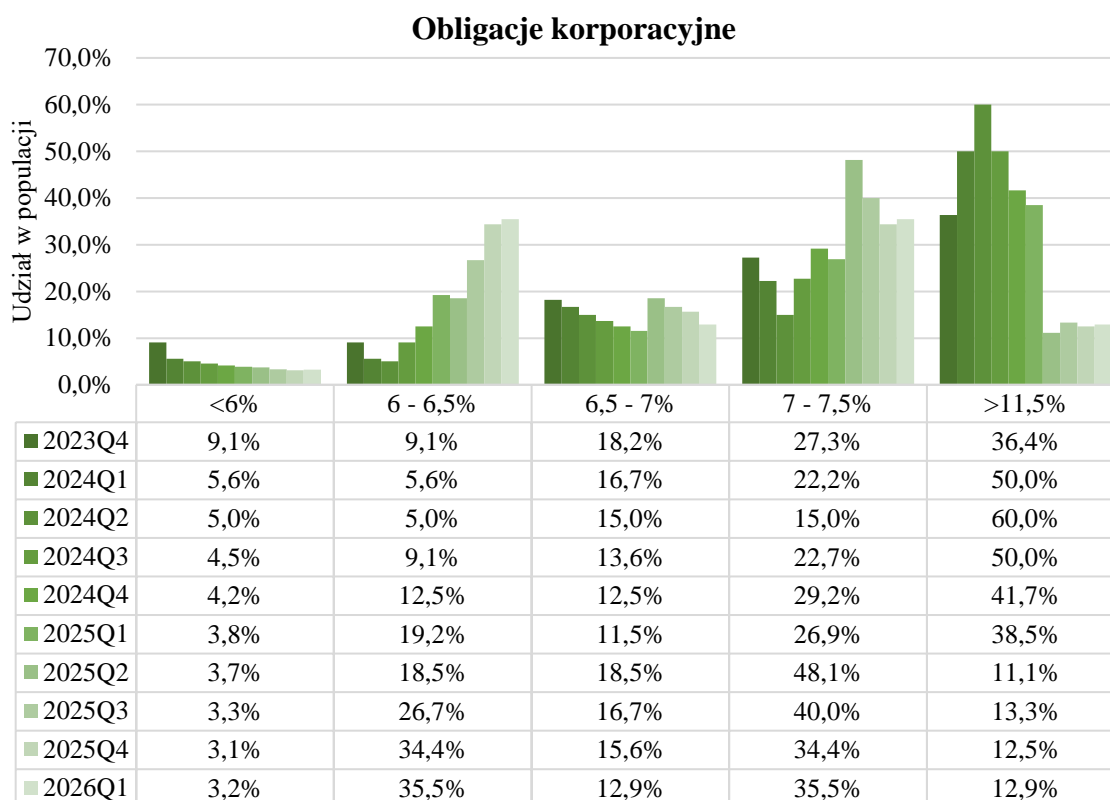
Aktywność rynku wtórnego tradycyjnie ograniczyła się do obligacji komercyjnych. Spośród obecnych na Catalyst ponad czterystu serii obligacji komunalnych w minionych sześciu miesiącach na rynku wtórnym odnotowano zaledwie 4 transakcje tymi instrumentami – wszystkie w ostatnim kwartale poprzedniego roku – na symboliczną kwotę niespełna 7 tys. zł.

Wykres 8. Rozkłady kuponów obligacji nominowanych w złotych



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

Wykres 9. Obligacje nominowane w euro – rozkład kuponów



Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

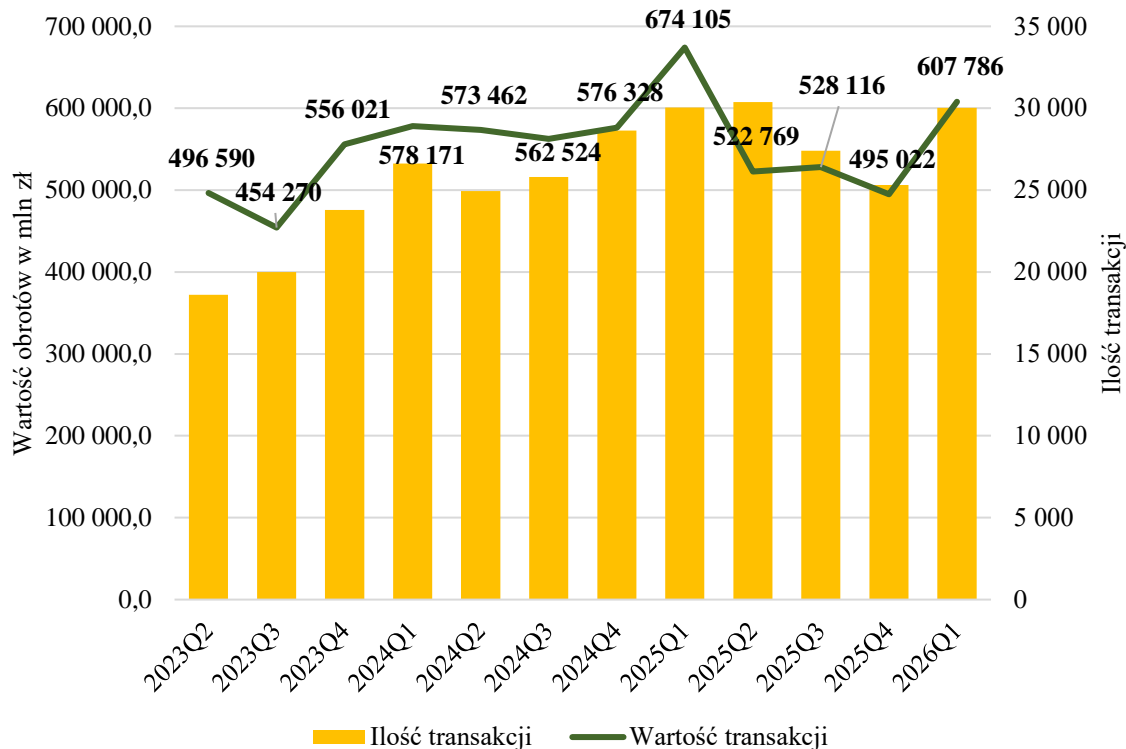
Nieco większy wymiar miał rynek transakcji papierami korporacyjnymi nominowanymi w euro. Obroty w IV kwartale ubiegłego roku wyniosły 2,1 mln euro (411 transakcji na 15 instrumentach), niemal połowa obrotu to transakcje obligacją SIR0628, wyemitowaną przez 7R S.A. W I kwartale 2026 r. obroty wyniosły 1,3 mln euro (449 transakcji na 15 instrumentach), a najwyższy (26,2%) udział w tym obrocie przypadł na emisję Kruka KRU0229.

Na rynku wtórnym złotych obligacji przedsiębiorstw w ciągu dwóch ostatnich kwartałów zawarto nieco mniej transakcji (55 342 vs 57 775) niż w poprzednich sześciu miesiącach, jednak ich łączna wartość była o niemal 50 mln zł wyższa (wzrost o 4,9%) przy czym w I kwartale br. drugi raz w okresie edycji niniejszych półrocznych raportów wartość kwartalna obrotu przekroczyła 600 mln zł. Poprzedni taki wynik zanotowano rok temu. Liczba emitentów, których papiery znajdowały się w aktywnym obrocie była stabilna. W ciągu 12 ostatnich kwartałów wahała się pomiędzy 76 a 83 – na koniec marca br. wyniosła 82.

Natomiast liczba emisji składających się na globalną wartość obrotów w ciągu ostatnich 8 kwartałów (począwszy od II kwartału 2024 r. do końca I kwartału 2026 r.) wynosiła

między 225 a 243, odchylając się od średniej (235) o mniej niż 5,0%. Wartość obrotów w żadnym z ostatnich pięciu półroczy nie była niższa od miliarda złotych (wykres 10).

Wykres 10. Aktywność rynku wtórnego od IV kwartału 2023 r. do I kwartału 2026 r.



Źródło: gpwcatylist.pl; obliczenia własne.

Preferencje inwestorów co do wyboru kupowanych na wtórnym rynku papierów w ostatnim półroczu nie uległy znaczącym zmianom. Nadal do najchętniej kupowanych obligacji, biorąc za kryterium wartość obrotów, należały papiery dużych instytucji finansowych, państwowych koncernów, firm windykacyjnych oraz deweloperów.

Transakcje papierami dwóch ostatnich kategorii cieszyły się największym powodzeniem wśród mniejszych inwestorów, o czym świadczyć może fakt, że średnia wartość pojedynczej transakcji dla żadnego z tych podmiotów nie przekroczyła 20 tys. zł. Obrót obligacjami każdego z zamieszczonych w tabeli 11 emitentów nie był niższy w ostatnich sześciu miesiącach od 30 mln zł. Łączny obrót przekroczył 811,6 mln zł, co stanowiło niemal trzy czwarte całego handlu w minionym półroczu (73,6%) – szczegóły zawiera tabela 11.

Tabela 11. Obligacje o największym obrocie na rynku wtórnym w IV kwartale 2025 r. i I kwartale 2026 r.

<b>Emitent</b>	<b>Wartość obrotu [tys. zł]</b>	<b>Liczba transakcji</b>	<b>Udział w rynku [%]</b>	<b>Zmiana udziału w okresie półrocza [p.p.]</b>
PKO	134 935,3	251	12,24	1,30
Pekao	98 042,6	1 324	8,89	-3,00
Ghelamco Invest	94 169,8	7 422	8,54	-0,59
Cyfrowy Polsat	81 023,1	1 343	7,35	4,90
Kruk	63 757,1	5 648	5,78	-1,01
PZU	61 215,3	301	5,55	-2,58
Cavatina Holding	55 421,5	5 052	5,03	0,97
Marvipol	42 374,7	2 996	3,84	2,13
Alior	40 031,9	43	3,63	2,46
Best	37 552,1	4 363	3,41	0,28
Echo Investment	35 876,1	1 887	3,25	-0,67
PragmaGO	33 998,9	3 713	3,08	0,47
KGHM	33 258,9	966	3,02	0,33
Suma	811 657	35 309	73,60	-

Źródło: gpwcatalyst.pl; obliczenia własne.

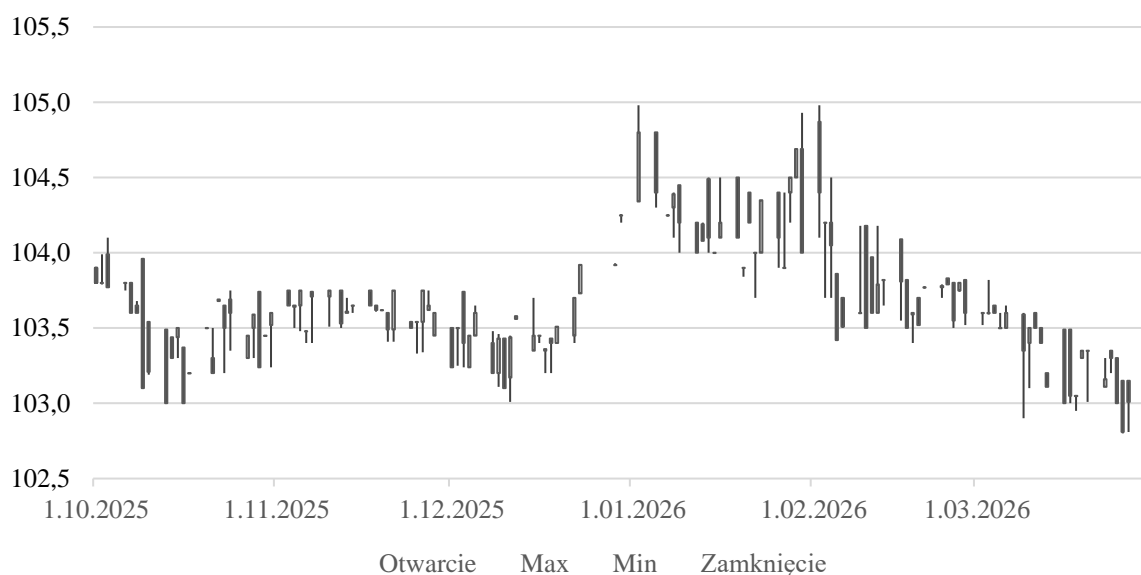
Pierwsza trójka rankingu emitentów o największych obrotach nie uległa zmianie, nadal były to dwa banki, które zamieniły się na pierwszych dwóch miejscach, trzecie pozostawiając spółce Ghelamco. Tak jak poprzednio, handel obligacjami każdego z wymienionych oscylował w pobliżu 100 mln zł, łącznie osiągając 327 mln zł (w poprzednim półroczu było to 335 mln zł). Liczba emitentów, którzy odnotowali ponad 30 mln zł obrotów, wzrosła z 11 w poprzednim półroczu do 13 w obecnym. Z grona odnotowanego w poprzednim zestawieniu ubyły Vivid Games oraz Santander powróciły zaś KGHM, PragmaGO, Marvipol i Cyfrowy Polsat.

Biorąc za kryterium liczbę transakcji można uzyskać odmienną kolejność wiodących 10 emitentów, jednak nadal w przeważającej liczbie (9 na 10 przypadków) są to obligacje emitentów z tabeli 11. Tylko obligacje Vivid Games (7. miejsce, 4,0% udział w ilości transakcji) znalazły się tuż poniżej progu zestawienia. Liczba transakcji 10 liderów rankingu opartego o liczbę transakcji sięga niemal 36 tys., co stanowiło 64,9% ogółu transakcji zawartych w ostatnim półroczu. Na czele zestawienia znalazły się (tak jak sześć miesięcy wcześniej) Ghelamco Invest, Kruk i Cavatina Holding, a ich udział w całym rynku wyniósł odpowiednio 13,4%, 10,2% i 9,1%.

Pojedynczym komercyjnym papierem dłużnym o najwyższej wartości obrotów w okresie IV kwartału 2025 r. i I kwartału 2026 r. była obligacja serii CPS0130 z terminem

wykupu 11 stycznia 2030 r. Jest to obligacja wyemitowana przez Cyfrowy Polsat o zmiennym oprocentowaniu, oparta na indeksie WIBOR 6M z marżą 3,85 p.p. – aktualny kupon to 7,71%. Obrót w minionym półroczu wyniósł 81 mln zł, co było równoznaczne z 7,35% udziałem w rynku. Pierwszą trójkę uzupełniały obligacje PKO (PKO0229) z obrotem 63,5 mln zł (udział 5,75%) i dotychczasowy lider PZU0727 notująca obrót 61,2 mln zł (udział 5,55%).

Wykres 11. Notowania obligacji CPS0130 w IV kwartale 2025 r. i I kwartale 2026 r.



Źródło: Biznesradar.pl.

W okresie ostatniego półrocza (wykres 11) kurs analizowanej obligacji CPS0130 poruszał się przez większość okresu w wąskim zakresie pomiędzy 103 zł a 104 zł. Na początku roku 2026 r. rynek wyceniał obligacje na zamknięciu na 104,80 zł (w szczycie na 104,98 zł) jednak ten wzrost był krótkotrwały, próba ponownego wybicia miała miejsce jeszcze dwukrotnie w pierwszej dekadzie lutego 2026 r., ale były one jedynie impulsem do sprzedaży. Im bliżej końca I kwartału br. tym notowania były niższe. Minimalną wartość odnotowano 26.03.2026 r. (102,81 zł), a sama końcówka marca przyniosła pewne odreagowanie. Minione półrocze zakończyło się na poziomie 103,5 zł. Przy tej cenie rentowność brutto do wykupu wyliczona na 31.03.2026 r. wyniosła 6,67%, a po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych i podatku było to 5,08%.

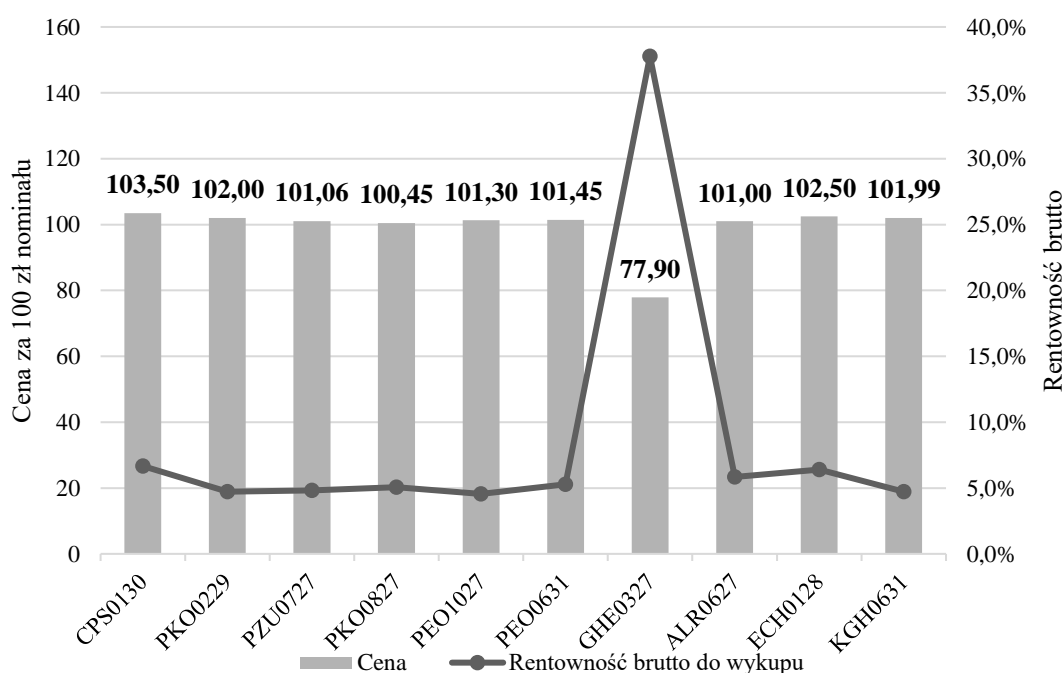
## 5. Porównanie efektywności wybranych do analizy obszarów inwestycyjnych dostępnych na rynku

### 1) Rynek obligacji i rynek akcji

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

Rentowności brutto do wykupu na koniec marca 2026 r. dziesięciu serii obligacji korporacyjnych o najwyższych obrotach na rynku Catalyst zanotowanych w okresie analizowanego półrocza przedstawiono na wykresie 12. Nie różnią się one istotnie od tej jaką obserwowano pół roku wcześniej, przy czym wyższe rentowności tradycyjnie notowały podmioty prywatne (Cyfrowy Polsat, Echo Investment). Odrębną obserwacją stanowiły obligacje Ghelamco Invest z rentownością niemal 38,0%, która wystrzeliła o blisko 20 p.p. w stosunku do końca września 2025 r. Są to obligacje mocno ryzykowne ze względu na branżę oraz niejasną sytuację kapitałowo-właścicielską. Do kluczowych czynników ryzyka należą: pogorszenie płynności finansowej i bardzo niski poziom gotówki przy wysokim zadłużeniu, duża skala zapadających w krótkim okresie obligacji wymagających refinansowania.

Wykres 12 Rentowność brutto do wykupu na dzień 31.03.2026 r. – obligacje o największym obrocie w IV kwartale 2025 r. – I kwartale 2026 r.

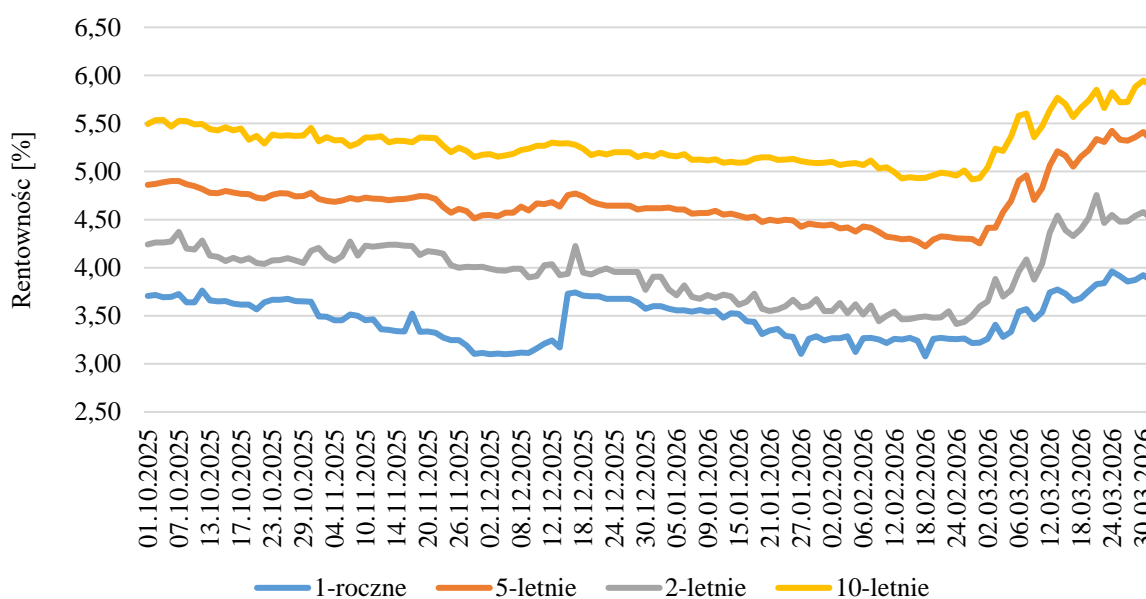


Źródło: gpwcatalyst.pl; obligacje.pl, obliczenia własne.

Zachowanie obligacji skarbowych w ostatnim półroczu w zasadzie można podzielić na dwie fazy: do i po rozpoczęciu operacji Stanów Zjednoczonych i Izraela przeciwko Iranowi. Czynniki te w sposób decydujący wpłynęły na ocenę ryzyka we wszystkich segmentach rynku finansowego, w szczególności na rynkach tzw. wschodzących, do których Polska jest zaliczana.

W fazie pierwszej, trwającej od początku IV kwartału ub.r. do mniej więcej końca lutego br., następowała stopniowa deprecjacja, mniej więcej równoległe o ok. 50 p.b., dla wszystkich horyzontów zapadalności. W drugiej fazie nastąpiło gwałtowne odwrócenie trendu powodujące wzrost rentowności o ok. 1 p.p. Na koniec marca obligacja 10-letnia oferowała stopę zwrotu na poziomie 6,0% a obligacja najkrótsza, jednoroczna ok. 3,9%.

Wykres 13. Rentowność polskich obligacji skarbowych w IV kwartale 2025 r. – I kwartale 2026 r.

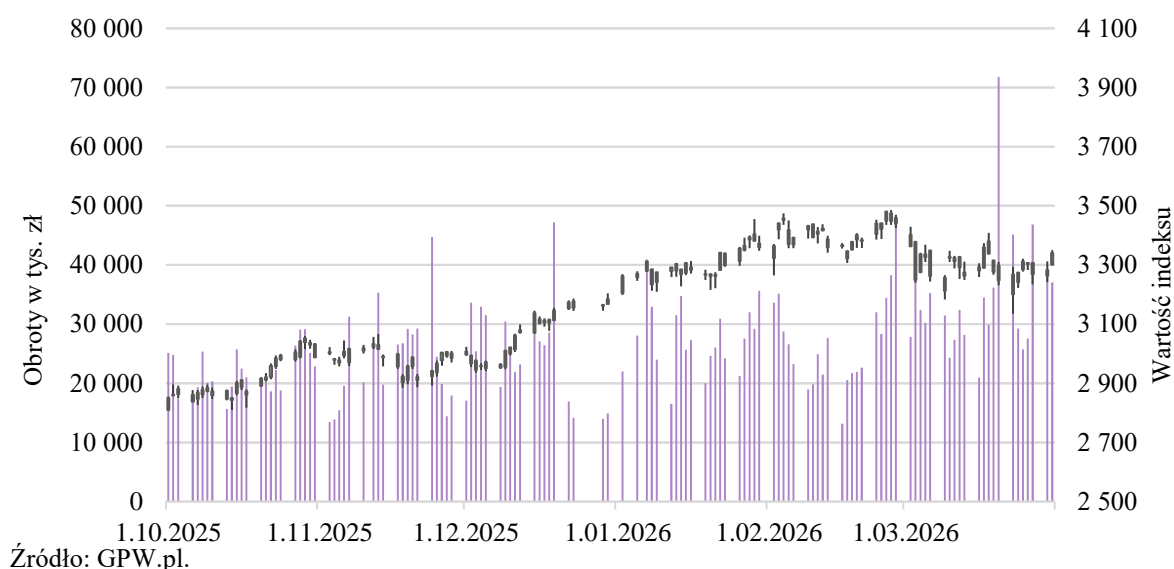


Źródło: Reuters.

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 (Stany Zjednoczone, 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.

Wykres 14. Wartość indeksu WIG20 w okresie od 1.10.2025 r. do 31.03.2026 r.



Źródło: GPW.pl.

W analizowanym okresie WIG20 kontynuował trwającą od końca 2024 roku hossę. Można było jednak zaobserwować spadek impetu, zwiastujący przejście do fazy stabilizacji: o ile w całym roku 2025 wzrost wyniósł ok. 45,0% to od lokalnego minimum (6 października 2025 r., 2 838 pkt.) do maksimum (3 480 pkt.) osiągniętego 25 lutego 2026 r. indeks wzrósł łącznie o ok. 22,0%.

W I kwartale 2026 nasiliła się zmienność, powodując korekty, do ok. 3200–3300 pkt, co oznaczało spadki rzędu 10,0–12,0% od szczytu. W porównaniu z poprzednim półroczem (II–III kw. 2025 r.), kiedy rynek znajdował się w fazie dynamicznej hossy opartej na poprawie fundamentów i napływie kapitału, zwłaszcza ostatnie trzy miesiące charakteryzowały się wyraźnym wyhamowaniem dynamiki oraz rosnącą podatnością na czynniki zewnętrzne – co wskazuje na przejście z fazy ekspansji do fazy dojrzałej korekty/konsolidacji trendu. Ostatecznie półrocze zapoczątkowane 1 października 2025 r. na poziomie 2 850 pkt. zakończyło się 31 marca 2026 r. solidną niemal 500 pkt. (17,2%) premią.

W horyzoncie sześciu miesięcy, zapoczątkowanych w kwietniu br., wynik WIG20 (plus 17,2%) był lepszy od uzyskanych przez indeksy wszystkich największych giełd światowych. Indeksy te zachowywały się odmiennie: francuski CAC i japoński Nikkei zakończyły półrocze na plusie (odpowiednio: 16,46% i 7,21%), natomiast giełdy „anglosaskie” oraz

niemiecka notowały wartości minimalne pod koniec marca br. zamykając półrocze spadkami – najmniejszy (-2,44%) zanotowała giełda londyńska, największy (-8,62%) stał się udziałem NASDAQ.

Pierwsza grupa notowała swoje maksima pod koniec lutego 2026 r. wzrosty przerwała dopiero sytuacja geopolityczna. Grupa druga była bardziej niejednorodna – najszybciej bo już w listopadzie korektę zaczął NASDAQ, co mogło być wywołana rozczarowaniem informacjami z rynku największych firm zajmujących się technologią AI. NYSE wraz z Frankfurtem swoje maksima notowały w styczniu br. po czym rozpoczęły korektę. Najdziwniej zachowała się giełda w Londynie, która maksimum osiągnęła w tym samym czasie co Paryż i Warszawa jednak w przeciągu miesiąca zdążyła stracić wystarczająco dużo aby całe półrocze zamknąć na „minusie”.

Tabela 14. Zmiany indeksów giełdowych od października 2025 r. do kwietnia 2026 r.

INDEKS	NASDAQ100	S&P500	FTSE100	DAX	NIKKEI225	CAC40	WIG20
Kurs Otwarcia	22 755	6 711	7 967	24 114	9 446	44 551	2 850
Kurs Maksymalny	23 958	6 979	8 621	25 421	10 911	58 850	3 480
Data	29.10.2025	27.01.2026	26.02.2026	13.01.2026	27.02.2026	27.02.2026	25.02.2026
Kurs Minimalny	20 795	6 344	7 666	22 301	9 355	44 551	2 838
Data	30.03.2026	30.03.2026	20.03.2026	27.03.2026	17.10.2025	01.10.2025	06.10.2025
Kurs Zamknięcia	20 795	6 344	7 772	22 563	10 128	51 886	3 341
Δ 1	-1 961	-367	-195	-1 551	682	7 335	490
Δ 2	-8,62%	-5,48%	-2,44%	-6,43%	7,21%	16,46%	17,20%
Δ 3	3 164	635	955	3 120	1 556	14 299	642
Δ 4	15,21%	10,01%	12,46%	13,99%	16,63%	32,10%	22,63%

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 13 banków spółdzielczych, a ich wartość bilansowa wg sprawozdań NB300 sporządzonych przez banki na dzień 31.12.2025 r. wynosiła 124,25 mln zł.

Tabela 15. Stopy zwrotu funduszu SGB Dłużny SFIO według stanu w dniu 31.03.2026 r.

Wyszczególnienie	1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
Stopa zwrotu	-5,68%	-3,34%	-0,77%	-3,34%	3,72%	8,01%	16,78%
Średnia w grupie	-4,45%	-2,37%	0,01%	-2,37%	4,71%	9,32%	19,29%
Pozycja w grupie	27/28	27/28	26/28	27/28	24/28	24/26	23/26
Pozycja w grupie we wrześniu 2025 r.	20/27	19/27	13/27	17/27	10/27	20/26	16/26
Pozycja w grupie w marcu 2025 r.	13/28	16/28	15/28	16/28	19/26	15/26	11/26

Źródło: Analizy.pl.

Najkrótsze horyzonty czasowe (do 6 miesięcy) przyniosły ujemne stopy zwrotu, zbieżne, choć nieco gorsze od średniej dla konkurencyjnych funduszy. W horyzontach dłuższych, od roku wzwyż, wyniki wszystkich funduszy dłużnych z grupy porównawczej, a także SGB Dłużnego SFIO były dodatnie. Pokazuje to wyraźnie, że zmiana struktury portfeli we wszystkich zespołach zarządzających funduszami obligacyjnymi nie nadążała za zmiennością rynku.

Opracowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zweryfikowali: Michał Jurek, Krzysztof Zator

Zaakceptował: Michał Jurek