



NARODOWY
BANK POLSKI

Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2024 r.



Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2024 r.

Opracował zespół pod kierownictwem:
Dobiesława Tymoczko
Michała Konopczaka

Zespół autorski:

Arkadiusz Bernat
Anna Brzozowska
Marek Chmielewski
Anna Dobrzańska
Jolanta Fijałkowska
Paweł Gajda
Marta Gołajewska
Marzena Imielska
Adam Jankowski
Paweł Kłosiewicz
Michał Konopczak
Małgorzata Kotlińska
Sylwester Kozak
Dariusz Lewandowski
Krzysztof Maliszewski
Jarosław Michalewicz
Patrycja Myśliwska-Wilk

Paweł Nieckula
Rafał Nowak
Jeremiasz Nowakowski
Dorota Okseniuk
Aleksandra Paterek
Mateusz Pipień
Magdalena Rabong
Aleksander Ratigowski
Paulina Sotomska-Krzysztofik
Andrzej Sowiński
Dorota Ścibisz
Paweł Wesołowski
Przemysław Włodarczyk
Anna Wójcicka
Joanna Zasadzińska
Beata Zdanowicz

Wydał:

Narodowy Bank Polski
ul. Świętokrzyska 11/21
00-919 Warszawa
tel. +48 22 185 10 00
nbp.pl

Niniejsze opracowanie i jego poprzednie edycje dostępne są na stronie internetowej NBP
<https://nbp.pl/system-finansowy/raporty-o-rozwoju-systemu-finansowego>

Spis treści

Wstęp	7
Synteza	9
1. System finansowy w Polsce	16
1.1. Kierunki ewolucji systemu finansowego w Polsce	16
1.2. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa na rynku finansowym w Polsce	24
1.2.1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych	24
1.2.2. Zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw	26
2. Regulacje systemu finansowego	29
2.1. Zmiany w regulacjach krajowych	29
2.1.1. Regulacje dotyczące sektora bankowego	29
2.1.1.1. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych	33
2.1.2. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury	33
2.2. Zmiany w regulacjach Unii Europejskiej	35
2.2.1. Regulacje dotyczące instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych	35
2.2.2. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych	37
2.2.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury	43
3. Infrastruktura systemu finansowego	51
3.1. Instytucje regulujące i nadzorcze	51
3.2. System płatniczy	53
3.2.1. Systemy wysokokwotowych płatności międzybankowych	53
3.2.2. Systemy płatności detalicznych	56
3.2.3. Dostawcy usług płatniczych	62
3.2.4. Detaliczne instrumenty i usługi płatnicze	63
3.3. Infrastruktura rynku instrumentów finansowych	66
3.3.1. Infrastruktura transakcyjna	67
3.3.2. Infrastruktura potransakcyjna	69
3.4. Instytucje zwiększające przejrzystość informacyjną	81
3.5. Systemy ochrony uczestników rynku	83
4. Instytucje finansowe	86
4.1. Banki	86
4.1.1. Struktura aktywów banków	87
4.1.2. Struktura pasywów banków	94
4.1.3. Adekwatność kapitałowa banków	99
4.1.4. Wyniki finansowe sektora bankowego	103
4.1.5. Ewolucja struktury sektora bankowego	115
4.2. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	119
4.3. Instytucje niebankowe świadczące usługi finansowe	125
4.3.1. Podmioty świadczące usługi leasingu	125
4.3.2. Podmioty świadczące usługi faktoringu	128
4.3.3. Firmy pożyczkowe	131
4.3.4. Pośrednicy kredytowi	134

4.3.5. Podmioty prowadzące działalność windykacyjną	136
4.4. Fundusze inwestycyjne	140
4.4.1. Wielkość sektora	140
4.4.2. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych	144
4.4.3. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych	146
4.4.4. Wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych i poziom podejmowanego ryzyka	150
4.4.5. Krajowe fundusze inwestycyjne na tle europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych	153
4.4.6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	155
4.4.7. Podmioty obsługujące fundusze inwestycyjne	158
4.5. Alternatywne spółki inwestycyjne	160
4.6. Otwarte fundusze emerytalne	164
4.6.1. Wielkość sektora	164
4.6.2. Struktura portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych	166
4.6.3. Wyniki inwestycyjne OFE i skala podejmowanego ryzyka	168
4.6.4. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych	171
4.6.5. Podmioty obsługujące fundusze emerytalne	172
4.7. Dobrowolne oszczędności emerytalne	173
4.7.1. Pracownicze plany kapitałowe	174
4.7.2. Pracownicze programy emerytalne	178
4.7.3. Indywidualne konta emerytalne	180
4.7.4. Indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego	182
4.8. Zakłady ubezpieczeń	186
4.8.1. Wielkość sektora	186
4.8.2. Lokaty zakładów ubezpieczeń	191
4.8.3. Wyniki finansowe sektora	193
4.8.4. Wybrane wskaźniki techniczne sektora i reasekuracja	198
4.8.5. Wypłacalność zakładów ubezpieczeń	202
4.8.6. Krajowe zakłady ubezpieczeń na tle europejskiego sektora	204
4.9. Podmioty maklerskie	208
4.9.1. Warunki funkcjonowania podmiotów maklerskich na krajowym rynku finansowym	209
4.9.2. Działalność podmiotów maklerskich na rynku zorganizowanym	211
4.9.3. Wyniki finansowe domów maklerskich	213
5. Rynki finansowe	215
5.1. Rynek pieniężny	215
5.1.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku pieniężnego	215
5.1.2. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych	217
5.1.2.1. Bony pieniężne	217
5.1.2.2. Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	219
5.1.2.3. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	220
5.1.3. Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym	222
5.1.3.1. Lokaty niezabezpieczone	223

5.1.3.2. Swapy walutowe	228
5.1.3.3. Transakcje warunkowe	232
5.2. Rynek kapitałowy	237
5.2.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku kapitałowego	237
5.2.2. Rynek długoterminowych papierów dłużnych	240
5.2.2.1. Obligacje skarbowe	240
5.2.2.2. Nieskarbowe obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa	254
5.2.2.3. Obligacje komunalne	259
5.2.2.4. Długoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez banki	264
5.2.2.5. Obligacje przedsiębiorstw	268
5.2.3. Rynek instrumentów udziałowych	274
5.3. Kasowy rynek walutowy	286
5.4. Rynek finansowych instrumentów pochodnych	292
5.4.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku finansowych instrumentów pochodnych	293
5.4.2. Pozagiełdowe finansowe instrumenty pochodne	294
5.4.2.1. Instrumenty pochodne stopy procentowej	296
5.4.2.2. Walutowe instrumenty pochodne	303
5.4.3. Giełdowe instrumenty pochodne	308
5.4.3.1. Instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji	310
5.4.3.2. Walutowe instrumenty pochodne	314
6. Perspektywy akcji kredytowej	316
6.1. Kredyty dla przedsiębiorstw	318
6.2. Kredyty konsumpcyjne	320
6.3. Kredyty mieszkaniowe	322
6.4. Kredyty dla sektora niefinansowego	324
6.5. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB	328
7. Słowniczek	330
8. Skróty używane w opracowaniu	341

Spis ramek

Ramka 3.1.1. Korzyści i wyzwania związane ze skróceniem czasu rozrachunku transakcji papierami wartościowymi do T+1	72
Ramka 4.1.3 Sytuacja banków spółdzielczych w Polsce	109
Ramka 4.8.1. Zyskowość zakładów ubezpieczeń na życie w Polsce	195
Ramka 5.1.1. Reforma wskaźników referencyjnych stóp procentowych w Polsce	226

Wstęp

Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2024 r. jest kolejną edycją opracowania, którego celem jest przedstawieniem zmian zachodzących w krajowym systemie finansowym w danym roku. W publikacji przedstawiono tendencje i omówiono bariery rozwoju funkcjonujących w Polsce instytucji i rynków finansowych na tle zmian zachodzących w ich otoczeniu. Analizie poddano także zmiany infrastruktury i regulacji prawnych dotyczących systemu finansowego oraz inicjatywy mające na celu integrację i zwiększenie bezpieczeństwa rynku finansowego w Unii Europejskiej. Dodatkowo, zaprezentowano perspektywy kształtowania się dynamiki akcji kredytowej do 2027 r., uzupełniając analizę o element prognostyczny.

W **rozdziale pierwszym** przedstawiono ewolucję wielkości i struktury krajowego systemu finansowego oraz zależności między zmianami w tym systemie a strukturą aktywów finansowych gospodarstw domowych i zewnętrznymi źródłami finansowania przedsiębiorstw. W **rozdziale drugim** opisano zmiany wprowadzone zarówno w krajowych, jak i unijnych aktach prawnych dotyczących funkcjonowania systemu finansowego. **Rozdział trzeci** zawiera omówienie najważniejszych zmian w infrastrukturze systemu finansowego.

W **czwartym rozdziale** poddano analizie zmiany, które w 2024 r. zaszły w odniesieniu do poszczególnych sektorów instytucji finansowych. W miarę możliwości zmiany te opisano na tle tendencji występujących w krajach regionu oraz w strefie euro. W pierwszej kolejności analizowano sektor bankowy ze szczególnym uwzględnieniem zmian struktury należności i zobowiązań banków, w tym wynikających z prowadzonej polityki kredytowej. W następnych podrozdziałach scharakteryzowano m.in. inne instytucje świadczące usługi finansowe, w tym niekredytowe instytucje finansowe.

W **rozdziale piątym** zaprezentowano najważniejsze tendencje występujące na rynkach finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem płynności tych rynków oraz jej zmian wynikających z czynników globalnych i lokalnych. Opisano ewolucję krajowego rynku pieniężnego i jego poszczególnych segmentów. W kolejnym podrozdziale omówione zostały zmiany na polskim rynku kapitałowym, w szczególności obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa, obligacji komunalnych, długoterminowych instrumentów dłużnych banków i obligacji przedsiębiorstw, a osobną część poświęcono rynkowi akcji. Rozdział piąty zawiera także opis zmian, które zaszły na kasowym rynku walutowym oraz rynku finansowych instrumentów pochodnych w Polsce, w podziale na rynek giełdowy i pozagiełdowy.

W **rozdziale szóstym** przedstawiono perspektywy dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych (złotowych) oraz kredytów udzielonych podmiotom sektora niefinansowego ogółem.

Zgodnie z obowiązującą od lat zasadą zmiany, które zaszły w krajowym systemie finansowym w 2025 r., nie zostały uwzględnione w niniejszym opracowaniu, nawet jeśli były znane autorom w trakcie pisania tekstu. Wyjątkiem jest rozdział 6, odnoszący się do perspektyw rozwoju sektora bankowego. Prognozy w nim zawarte przygotowane zostały z uwzględnieniem danych obejmujących I półrocze 2025 r.

Podstawowe informacje na temat wybranych zmian w systemie finansowym w 2025 r. zostały przedstawione w prezentacji, która jest dostępna na stronie internetowej NBP (<https://nbp.pl/system-finansowy/raporty-o-rozwoju-systemu-finansowego/>).

Synteza

Na koniec 2024 r. relacja aktywów krajowego systemu finansowego do PKB wyniosła 122,4%, o 4 pkt proc. więcej niż na koniec poprzedniego roku. Tak mierzona skala pośrednictwa finansowego w Polsce nadal była względnie niska w porównaniu z wysoko rozwiniętymi krajami Europy Zachodniej. Stopień rozwoju poszczególnych segmentów systemu finansowego Polski był zróżnicowany, przy czym instytucje, w tym banki, miały większe znaczenie niż rynki.

Przedstawiona w niniejszym opracowaniu analiza poszczególnych segmentów systemu finansowego w Polsce oraz zmian w zakresie jego regulacji i infrastruktury prowadzi do następujących wniosków dotyczących rozwoju krajowych instytucji i rynków finansowych.

Instytucje finansowe

- Sektor bankowy pozostawał największą częścią systemu finansowego w Polsce – na koniec 2024 r. wartość aktywów banków komercyjnych i spółdzielczych stanowiła około 74% aktywów systemu finansowego.
- Odzwierciedleniem uniwersalnego modelu działania większości banków była struktura bilansu sektora bankowego, w której przeważały operacje z podmiotami niefinansowymi, oraz dominujący udział wyników odsetkowych w wyniku działalności bankowej. W aktywach największą pozycję nadal stanowiły kredyty dla sektora niefinansowego (35%), ale od kilku lat stopniowo rósł udział papierów wartościowych (34%), w szczególności papierów dłużnych emitowanych i gwarantowanych przez Skarb Państwa.
- Głównym źródłem finansowania działalności banków krajowych były depozyty sektora niefinansowego (59%). Zadłużenie z tytułu emisji papierów dłużnych, z wyłączeniem emisji BGK na fundusze celowe, stanowiło jedynie niewielką część sumy bilansowej sektora bankowego. Wejście w życie docelowego wymogu MREL przyczyniło się jednak do znacznego zwiększenia nominalnej wartości zobowiązań kwalifikowalnych w bilansach banków, w tym emisji obligacji.
- Przeciętne wyposażenie kapitałowe sektora bankowego nadal było wysokie, a znaczne nadwyżki zapewniały bezpieczeństwo działania i nie stanowiły przeszkody dla rozwoju działalności banków. Za sprawą wysokiego poziomu funduszy własnych banków w porównaniu do wartości aktywów wskaźnik dźwigni w krajowym sektorze bankowym wyniósł jedynie 8%.
- Nominalnie wyniki finansowe sektora bankowego w 2024 r. były rekordowo wysokie. Jego wskaźniki zyskowności wyraźnie się poprawiły, niemniej jednak pod względem stopy zwrotu z kapitału (ROE) banki plasowały się za niektórymi innymi instytucjami finansowymi działającymi w Polsce. Wyniki sektora bankowego były determinowane przez banki komercyjne, których udział w aktywach sektora bankowego wyniósł 93%.

-
- Sektor banków spółdzielczych na koniec 2024 r. obejmował 489 banków (o trzy mniej niż rok wcześniej) oraz dwa banki zrzeszające. Poza zrzeszeniami i systemami ochrony instytucjonalnej działało samodzielnie osiem banków spółdzielczych, a w grupie tej znajdowały się trzy największe podmioty sektora. Aktywa banków spółdzielczych rosły w najwyższym od 2010 r. tempie i w konsekwencji ich udział w aktywach całego sektora bankowego wzrósł do 7,3%. Intensywność procesów łączeniowych drugi rok z rzędu wyraźnie się zmniejszyła, na co mogły wpływać wysoka zyskowność banków oraz wzmocnienie ich pozycji kapitałowej.
 - W 2024 r. dynamika kredytu dla sektora niefinansowego stopniowo odbudowywała się we wszystkich kategoriach. Prognoza akcji kredytowej ogółem dla sektora niefinansowego przewiduje wzrost dynamiki do 6,4% r/r w I kw. 2026 r. oraz jej późniejszy stopniowy spadek do około 3,6% r/r na koniec IV kw. 2027 r. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB wskazują, że na koniec horyzontu prognozy relacja kredytów dla przedsiębiorstw może być najniższa w historii (około 10%), a relacje kredytów dla sektora niefinansowego i konsumpcyjnych będą się utrzymywały na poziomach nieobserwowanych od 2006 r. (odpowiednio około 30% i niecałe 6%). W przypadku kredytów mieszkaniowych ich relacja do PKB może osiągnąć poziom z 2015 r. (niecałe 12%).
 - Wielkość aktywów sektora SKOK w 2024 r. po raz pierwszy od kilku lat spadła, co zmniejszyło i tak niewielką skalę ich działalności. Procesy konsolidacyjne zatrzymały się i na koniec 2024 r. działało 18 kas, tak jak rok wcześniej. Mimo pewnej poprawy efektywności działania w stosunku do poprzedniego roku sektor SKOK pozostawał nierentowny. Pozycja kapitałowa uległa wzmocnieniu, niemniej współczynnik wypłacalności całego sektora na koniec analizowanego okresu pozostawał poniżej wymaganego minimum. Sytuacja kapitałowa poszczególnych kas była jednak zróżnicowana, a większość z nich spełniała wymogi kapitałowe na poziomie indywidualnym.
 - Leasing był głównym pozabankowym zewnętrznym źródłem finansowania polskich przedsiębiorstw. Według raportu KE 44% krajowych MSP korzystało z tej formy finansowania – najwięcej w całej UE i ponad dwukrotnie więcej od średniej europejskiej. W 2024 r. spółki leasingowe sfinansowały aktywa o wartości 110 mld zł, przy czym 88% tej kwoty pochodziło z umów leasingu, a za pozostałe 12% odpowiadały pożyczki. Przedmiotem finansowania były przede wszystkim ruchomości, a najważniejszą kategorię stanowiły auta osobowe.
 - Podmioty świadczące usługi faktoringu w 2024 r. wykupiły 29,2 mln faktur o wartości 523,4 mld zł, o 4,8% większej niż rok wcześniej. W relacji do PKB wartość wykupionych wierzytelności wyniosła 12,7% i była wyższa od średniej unijnej. Przedsiębiorstwa najchętniej korzystały z usług faktoringu pełnego – wartość faktur wykupionych w ramach tej usługi stanowiła ponad połowę rynku.
 - Według danych GUS firmy pożyczkowe w 2024 r. udzieliły pożyczek na kwotę 35,8 mld zł (wzrost o 36,1% w porównaniu z poprzednim rokiem). Z kolei wartość kredytów i pożyczek udzielonych przez banki we współpracy z pośrednikami kredytowymi wyniosła 64,6 mld zł i była o 61,4% wyższa niż w 2023 r. Najważniejszymi oferowanymi produktami były kredyty

hipoteczne oraz pożyczki i kredyty gotówkowe dla gospodarstw domowych. W 2024 r. firmy windykacyjne przyjęły do obsługi 10,4 mln wierzytelności o nominalnej wartości 51,5 mld zł.

- W 2024 r. po raz kolejny szybko rosły aktywa netto krajowych funduszy inwestycyjnych. W ciągu dwunastu miesięcy ich wartość zwiększyła się o ponad 17% i na koniec grudnia zbliżyła się do 400 mld zł. W przypadku funduszy otwartych było to spowodowane zarówno napływem środków, jak i dodatnim wynikiem z operacji. Fundusze zamknięte po raz kolejny odnotowały odpływ środków inwestorów, a wzrost ich aktywów netto był wyłącznie rezultatem dodatnich wyników finansowych. Saldo napływu do całego sektora funduszy inwestycyjnych było prawie dwukrotnie wyższe niż w 2023 r. i wyniosło 41,3 mld zł. Największym zainteresowaniem inwestorów nadal cieszyły się jednostki uczestnictwa funduszy papierów dłużnych, do których w analizowanym okresie trafiło ponad 80% wartości wspomnianego salda. W 2024 r. po raz kolejny zmniejszyła się populacja funduszy inwestycyjnych w Polsce (z 650 do 605), głównie z powodu likwidacji FIZ. Pod względem liczby największą część sektora tworzyły fundusze zamknięte, w aktywach netto umocniła się natomiast przewaga funduszy otwartych (na koniec grudnia 64% aktywów netto sektora). Wyniki osiągnięte przez ponad 75% populacji były wyższe od wskaźnika inflacji, a najzyskowniejsze okazały się fundusze akcyjne. Rosnące na skutek napływu środków oraz relatywnie wysokich stóp zwrotu aktywa sektora funduszy inwestycyjnych przełożyły się na wzrost wyników finansowych TFI. Zysk netto tych instytucji zwiększył się o 25% r/r i przekroczył 1 mld zł. Tym samym zagregowany wskaźnik ROE sektora TFI za 2024 r. wyniósł 43% i po raz kolejny osiągnął poziom nieobserwowany w żadnej innej części systemu finansowego.
- W 2024 r. ponownie obserwowano wzrost aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych. Na koniec grudnia ich łączna suma bilansowa wyniosła 13,5 mld zł i była o około 8% wyższa niż rok wcześniej. Na krajowym rynku funkcjonowało 457 takich spółek, a zarządzało nimi 359 podmiotów. Zarządzający ASI stanowią fragment sektora *private equity*. W 2024 r. wartość inwestycji *private equity* w Polsce była ponad dwukrotnie wyższa niż rok wcześniej i wyniosła 5,3 mld zł, wzrosła także wartość inwestycji zakończonych przez podmioty tego sektora (z 3,9 mld zł do 4,5 mld zł).
- W 2024 r. wartość aktywów netto otwartych funduszy emerytalnych zwiększyła się o niecałe 5 mld zł, do 213 mld zł na koniec grudnia. Na zmianę wartości aktywów wpłynęły odpływy netto środków z funduszy oraz dodatni wynik finansowy, uzależniony w dużej mierze od sytuacji na krajowym rynku akcji. Od kwietnia do lipca 2024 r. ubezpieczeni mogli zdecydować o sposobie gromadzenia środków na przyszłą emeryturę w ramach tzw. okna transferowego, co przyczyniło się do mniejszego niż rok wcześniej spadku liczby członków OFE. W 2024 r. zagregowane zyski PTE oraz wskaźnik ROE były najwyższe od 2014 r. (odpowiednio 716,8 mln zł i 29,3%).
- Wartość aktywów zgromadzonych w dobrowolnych formach oszczędzania na cele emerytalne w 2024 r. zwiększyła się o 20,0 mld zł, do 94,6 mld zł (PPK – 30,3 mld zł, PPE – 29,4 mld zł, IKE – 22,8 mld zł, IKZE – 12,1 mld zł). Przyrost aktywów odnotowano we wszystkich formach, przy

czym najwyższym tempem zmian charakteryzowały się PPK (39%). W porównaniu z poprzednim rokiem w ramach III filara wzrosła liczba prowadzonych rachunków (do 6,6 mln) oraz wysokość dokonanych wpłat (19,6 mld zł).

- Na koniec analizowanego okresu wartość aktywów sektora ubezpieczeń wyniosła 219,7 mld zł, o 6,2 mld zł więcej niż na koniec 2023 r. Za wzrost aktywów odpowiadały zakłady ubezpieczeń majątkowych, które zwiększyły skalę swojej działalności. Tym samym ich przewaga nad towarzystwami ubezpieczeń na życie wzrosła do prawie 50 mld zł. W 2024 r. składka przypisana brutto wyniosła 84,9 mld zł (o 7,2 mld zł więcej niż rok wcześniej), z czego około 23,6 mld zł zebrano w dziale I, a około 61,2 mld zł w dziale II. W relacji do PKB wartość aktywów krajowego sektora ubezpieczeń wyniosła 6,1%, a składki przypisanej brutto 2,3%, zdecydowanie poniżej średnich wartości w krajach EOG (odpowiednio 58,8% i 12%). Zysk netto sektora ubezpieczeń w 2024 r. przekroczył po raz pierwszy w historii 10 mld zł (o 0,6 mld zł więcej niż w 2023 r.). W dziale I wynik wyniósł 3,9 mld zł, a w dziale II – 6,2 mld zł. Na koniec 2024 r. wszystkie zakłady ubezpieczeń spełniały wymogi kapitałowe, a sektor dysponował wysokimi nadwyżkami ponad minima regulacyjne.
- Krajowe podmioty maklerskie prowadziły działalność przede wszystkim na rynkach regulowanych i ASO organizowanych przez GPW i BondSpot. W 2024 r. odnotowano wzrost liczby prowadzonych rachunków oraz wzrost wartości aktywów klientów. Podobnie jak w latach ubiegłych podstawowa działalność maklerska, polegająca na oferowaniu instrumentów finansowych oraz przyjmowaniu, przekazywaniu i wykonywaniu zleceń ich nabycia lub sprzedaży, pozostawała nierentowna. Skłaniało to niektóre z domów maklerskich do większego zaangażowania w operacje instrumentami finansowymi na rachunek własny, w tym zawierania transakcji inicjowanych przez klientów detalicznych za pośrednictwem internetowych platform transakcyjnych (tzw. platform *forex*). W 2024 r. największy wpływ na łączny wynik finansowy domów maklerskich miały zyski z tytułu wspomnianych operacji.

Rynki finansowe i ich infrastruktura

- Średnioroczna wartość bonów pieniężnych w obiegu, odzwierciedlająca skalę nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, w 2024 r. wyniosła 320 mld zł i była o około 15% wyższa niż rok wcześniej. Do wzrostu wartości tych instrumentów w obiegu przyczynił się przede wszystkim skup netto walut obcych przez NBP. W 2024 r. Ministerstwo Finansów nie emitowało bonów skarbowych. Zadłużenie z tytułu KPDP na koniec analizowanego okresu wyniosło 13,8 mld zł, tj. o 0,5 mld zł więcej niż rok wcześniej. Instrumenty te były emitowane głównie przez przedsiębiorstwa leasingowe i faktoringowe, których podmiotami dominującymi były banki krajowe.
- Średnie dzienne obroty na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2024 r. wyniosły 3,4 mld zł i były o około 9% większe w porównaniu z poprzednim rokiem. Wielkość i struktura terminowa obrotów na tym rynku były uwarunkowane m.in. niewielką liczbą jego aktywnych uczestników, wymogami ostrożnościowymi w zakresie płynności i codziennymi zmianami zapotrzebowania na płynność. Płynność była skoncentrowana w segmencie

transakcji O/N, które stanowiły ponad 99% wartości obrotów na tym rynku. Uczestnikami fixingu opracowywanej przez NBP stawki POLONIA było 18 banków.

- W 2024 r. Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych kontynuowała prace zmierzające do zastąpienia kluczowego wskaźnika referencyjnego WIBOR przez wskaźnik typu *risk-free*. W kwietniu 2024 r. Komitet Sterujący NGR (KS NGR) poinformował o rozpoczęciu, na wniosek Ministerstwa Finansów, procesu przeglądu i analizy potencjalnych wskaźników alternatywnych dla WIBOR. W grudniu 2024 r. KS NGR, uwzględniając m.in. wyniki konsultacji publicznych, wybrał propozycję indeksu pod techniczną nazwą WIRF– (w toku późniejszych prac NGR wybrano docelową nazwę: POLSTR), bazującego na danych o transakcjach zawieranych z instytucjami kredytowymi oraz wybranymi niemonetarnymi instytucjami finansowymi, jako docelowego wskaźnika referencyjnego stopy procentowej, który miałby zastąpić WIBOR.
- W 2024 r. zmniejszyły się obroty na krajowym rynku *fx swap* złotego. Średnia dzienna wartość takich operacji wyniosła 20,8 mld zł, tj. o 18% mniej niż rok wcześniej. Tak jak w poprzednich latach dominowały transakcje zawierane między bankami, przy czym na operacje z bankami zagranicznymi przypadało około 90% obrotów na rynku międzybankowym.
- Średnia dzienna wartość operacji warunkowych wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem o około 11% i w 2024 r. wyniosła 20,9 mld zł. Wzrost aktywności zaobserwowano przede wszystkim w przypadku transakcji *repo* (6,1 mld zł w 2024 r., wobec 4,2 mld zł w 2023 r.). Z kolei średnie dzienne obroty na rynku SBB w 2024 r. wyniosły 14,8 mld zł i były zbliżone do wartości odnotowanej w poprzednim roku.
- Obligacje skarbowe nadal tworzyły dominujący segment krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu tych instrumentów finansowych w 2024 r. wzrosło o 195,4 mld zł, do 1 167,8 mld zł na koniec roku. Udział banków krajowych w strukturze inwestorów na krajowym rynku obligacji skarbowych wzrósł do 45,1% na koniec analizowanego okresu. Zaangażowanie w te instrumenty istotnie zwiększyły także osoby fizyczne, co było związane z utrzymującym się w 2024 r. dużym popytem na obligacje oszczędnościowe. Średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych obligacjami skarbowymi wyniosła 9,1 mld zł, czyli o ponad 20% więcej niż rok wcześniej.
- Wartość obligacji z gwarancją Skarbu Państwa, emitowanych na rynek krajowy przez BGK i PFR, w 2024 r. spadła o 2,8 mld zł, do 237,9 mld zł na koniec roku. Papiery te mają podobne parametry jak obligacje skarbowe, jednak m.in. z uwagi na mniejszą płynność rynku wtórnego rentowności tych instrumentów były nieznacznie wyższe od rentowności skarbowych papierów dłużnych.
- Rola obligacji w finansowaniu działalności krajowych przedsiębiorstw pozostała w 2024 r. niewielka, a struktura tego rynku nie zmieniła się istotnie. Zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji na rynek krajowy ukształtowało się na podobnym poziomie jak w poprzednim roku i wyniosło 72,4 mld zł na koniec grudnia.
- Segment obligacji komunalnych w 2024 r. pozostawał rozdrobniony wobec umiarkowanych potrzeb pożyczkowych większości JST oraz powszechnego dzielenia emisji na wiele serii. Na

koniec analizowanego okresu w obiegu pozostawało około 16,5 tys. serii obligacji komunalnych o łącznej wartości 41,9 mld zł, wyemitowanych przez nieco ponad tysiąc podmiotów. Wartość nowych emisji tych instrumentów spadła o ponad jedną czwartą, do 6,8 mld zł.

- Kapitalizacja Głównego Rynku GPW wzrosła do 1 491,7 mld zł na koniec 2024 r., a relacja kapitalizacji spółek krajowych do PKB Polski zmniejszyła się do 20,1%. W I połowie roku ceny akcji na Głównym Rynku GPW, podobnie jak na światowych rynkach akcji, wyraźnie rosły. W II połowie roku na zachowanie indeksów krajowego rynku akcji mocniej oddziaływały czynniki regionalne i lokalne, w tym związane z możliwym zaostrzeniem działań wojennych w Ukrainie. Odpływowi kapitału zagranicznemu towarzyszyły silne spadki indeksów na GPW. Indeks szerokiego rynku, WIG, w 2024 r. wzrósł jedynie o 1,4%.
- W 2024 r. średnia dzienna wartość transakcji akcjami na Głównym Rynku GPW wyniosła około 1,4 mld zł (wzrost o 22,7% w porównaniu z poprzednim rokiem). Wskaźnik płynności tego rynku, liczony jako relacja wartości wspomnianych transakcji do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku, zwiększył się do 46,2%. W analizowanym okresie do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje 9 spółek (8 z nich zostało przeniesionych z NewConnect), a łączna wartość IPO była wyraźnie wyższa niż rok wcześniej. Z obrotu wycofano akcje 11 podmiotów, najczęściej na skutek decyzji głównego akcjonariusza. Z kolei wartość akcji wyemitowanych przez podmioty już obecne na Głównym Rynku GPW wyniosła 2,4 mld zł, nieznacznie mniej niż w 2023 r.
- W 2024 r. obserwowano dalszy spadek znaczenia rynku NewConnect, po przejściowym wzroście zainteresowania nim w czasie pandemii COVID-19. Wartość obrotów netto akcjami w tym ASO wyniosła 1,7 mld zł (wobec 2,3 mld zł w 2023 r.), a w strukturze podmiotowej obrotów nadal wyraźnie dominowali inwestorzy indywidualni. Kapitalizacja tego rynku w 2024 r. zmniejszyła się do 9,9 mld zł na koniec roku (3,0 mld zł mniej niż rok wcześniej). Z kolei na rynek GlobalConnect wprowadzono w analizowanym okresie akcje 15 spółek. W 2024 r. zawarto na tym ASO 4 215 transakcji, których wartość wyniosła 36,3 mln zł.
- Na podstawie danych NBP, BIS i Banku Anglii można szacować, że średnie dzienne obroty netto na globalnym kasowym rynku złotego w 2024 r. wyniosły około 20,7 mld USD i były o około 11% większe niż rok wcześniej. Wspomniany wzrost wartości transakcji wynikał głównie ze zwiększonej aktywności spekulacyjnej zagranicznych banków i funduszy hedgingowych. Około 86% kasowych operacji złotego było realizowanych na rynku *offshore*, głównie w Londynie i Nowym Jorku. Na krajowym kasowym rynku złotego średnie dzienne obroty wyniosły około 10,6 mld zł, nieznacznie więcej niż rok wcześniej. Rynek ten pozostawał największym lokalnym rynkiem walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej.
- Na krajowym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w 2024 r. obserwowano, siódmy rok z rzędu, wyraźny wzrost wartości średnich dziennych obrotów netto. W analizowanym okresie wyniosły one 14,2 mld zł, czyli o ponad 24% więcej niż rok wcześniej. Poza zróżnicowanymi oczekiwaniami na zmiany stóp procentowych NBP wzrost aktywności w tym segmencie rynku mógł być związany z przenoszeniem przez niektóre międzynarodowe grupy finansowe jednostek

odpowiedzialnych za zarządzanie ryzykiem stopy procentowej w złotych do podmiotów z siedzibą w Polsce.

- Istotne znaczenie dla funkcjonowania krajowego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej miał obowiązek centralnego rozliczania niektórych klas tych instrumentów. Ponad 75% nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS zawartych w 2024 r. na rynku krajowym stanowiły operacje rozliczane w CCP. W przypadku transakcji realizowanych między podmiotami krajowymi korzystano głównie z usług KDPW_CCP, m.in. ze względu na bezpośredni dostęp tych podmiotów do systemu rozliczeń oraz możliwość ustanawiania zabezpieczeń w złotych i w krajowych obligacjach skarbowych. Na koniec 2024 r. członkami rozliczającymi KDPW_CCP w obszarze rozliczeń transakcji instrumentami pochodnymi OTC było siedemnaście krajowych instytucji finansowych aktywnych na rynku tych instrumentów w Polsce. Zdecydowana większość nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS z nierezydentami (jak również część operacji między bankami krajowymi) była natomiast przekazywana, głównie za pośrednictwem banków zagranicznych, do rozliczenia przez CCP w Wielkiej Brytanii. Banki zagraniczne, które pełnią funkcję animatorów globalnego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej, preferują bowiem kierowanie transakcji do tej izby rozliczeniowej m.in. z uwagi na korzyści z regularnego stosowania przez nią kompresji portfela.
- Średnia dzienna wartość operacji na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych złotego w 2024 r. wyniosła 4,4 mld zł i była nieco wyższa niż rok wcześniej. Wartość obrotów na tym rynku nadal była determinowana głównie przez aktywność w jego najbardziej płynnym segmencie, tj. transakcji *forward*. Struktura kontrahentów na rynku tych operacji była zdominowana przez podmioty niebankowe. Dla przedsiębiorstw niefinansowych operacje te były prostym i łatwo dostępnym sposobem ograniczania ryzyka walutowego związanego z prowadzoną działalnością operacyjną. Natomiast fundusze inwestycyjne wykorzystywały te instrumenty zarówno do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym, związanym z przyszłą wartością środków zainwestowanych w aktywa zagraniczne, jak i w strategiach spekulacyjnych.
- W 2024 r. wolumen obrotów instrumentami pochodnymi na GPW wyniósł niecałe 13,6 mln kontraktów i był o 7,5% mniejszy niż rok wcześniej. Aktywność inwestorów na rynku giełdowych instrumentów pochodnych wciąż była istotnie mniejsza niż na rynku OTC i koncentrowała się w segmencie kontraktów *futures* na indeks WIG20 (ponad 90% całkowitej wartości obrotów na tym rynku).

1. System finansowy w Polsce

1.1. Kierunki ewolucji systemu finansowego w Polsce

Relacja aktywów krajowego systemu finansowego do PKB na koniec 2024 r. wyniosła 122,4%, o 4 pkt proc. więcej niż na koniec poprzedniego roku. Podobne tendencje miały miejsce w Czechach, na Węgrzech i w strefie euro (tabela 1.1.1). Skala pośrednictwa finansowego w Polsce, mierzonego relacją wartości aktywów systemu finansowego do PKB, była względnie niska w porównaniu z wysoko rozwiniętymi krajami Europy Zachodniej (wykres 1.1.1).

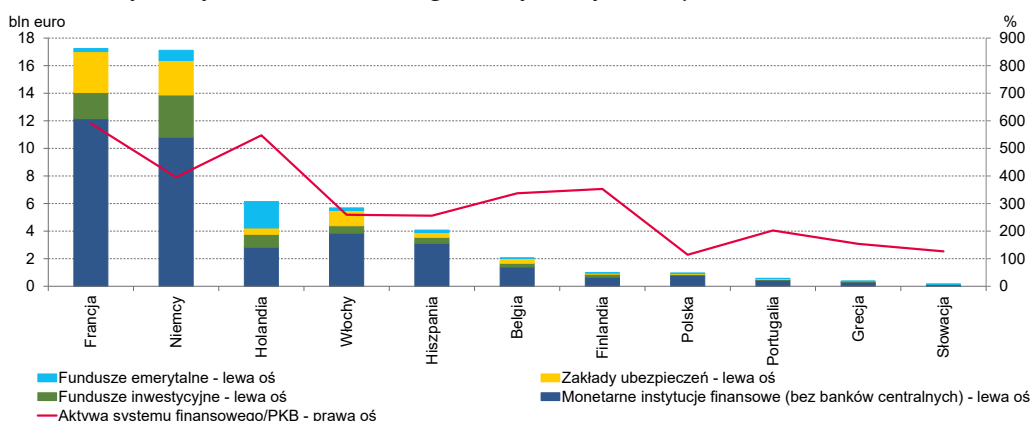
Tabela 1.1.1. Aktywa systemu finansowego w relacji do PKB w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2021–2024 (w %)

	2021	2022	2023	2024
Polska	133,0	116,9	118,4	122,4
Czechy	160,4	150,0	160,1	164,0
Słowacja	137,2	132,5	132,3	131,6
Węgry	139,3	136,1	137,3	139,7
Strefa euro	544,5	495,0	470,0	477,8

Uwagi: uwzględniono aktywa: monetarnych instytucji finansowych (bez banków centralnych), zakładów ubezpieczeń, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, firm leasingowych, faktoringowych, pożyczkowych i domów maklerskich. Ze względu na korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: ECB Data Portal, Eurostat, dane publikowane przez narodowe banki centralne, GUS.

Wykres 1.1.1. Aktywa systemu finansowego w wybranych krajach UE na koniec 2024 r.

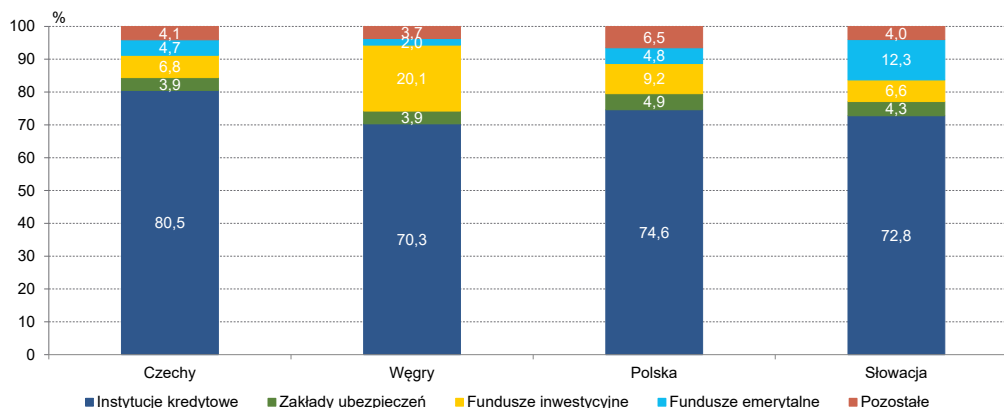


Źródło: opracowano na podstawie danych EBC, Eurostat, GUS i NBP.

Przez ostatnie lata rozwój polskiego systemu finansowego opierał się przede wszystkim na instytucjach finansowych (w szczególności sektorze bankowym), przy nieco mniejszym znaczeniu rynków finansowych. Instytucje kredytowe odgrywały główną rolę w systemie finansowym w Polsce oraz w innych krajach regionu i odpowiadały za ponad 70% aktywów ich systemów

finansowych (wykres 1.1.2). W 2024 r. w przypadku analizowanych państw, z wyjątkiem Polski, udziały tych instytucji w systemie finansowym były nieznacznie niższe niż rok wcześniej.

Wykres 1.1.2. Struktura systemów finansowych w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej na koniec 2024 r. według wartości aktywów



Uwaga: kategoria „Pozostałe” obejmuje aktywa firm leasingowych, faktoringowych, pożyczkowych i domów maklerskich.

Źródło: dla Czech, Węgier i Słowacji dane udostępnione przez narodowe banki centralne, dla Polski dane NBP, UKNF i GUS.

Relacja aktywów sektora bankowego do PKB w krajach Europy Środkowo-Wschodniej była w analizowanym okresie wyraźnie niższa niż w strefie euro (tabela 1.1.2). Banki krajowe koncentrowały się na świadczeniu tradycyjnych usług, przede wszystkim przyjmowaniu depozytów od podmiotów niefinansowych i udzielaniu im kredytów.

Tabela 1.1.2. Stopień rozwoju sektora bankowego (banki komercyjne i spółdzielcze) w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2022–2024 (w %)

	Aktywa/PKB			Kredyty ¹ /PKB			Depozyty ² /PKB		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Polska	88,5	87,8	91,1	37,1	32,7	32,0	53,4	52,9	53,4
Czechy	131,4	129,9	132,0	48,1	47,2	47,3	68,6	67,9	69,4
Węgry	108,8	98,8	98,1	31,8	29,2	29,1	42,5	37,2	37,4
Strefa euro ³	292,1	269,8	267,3	88,0	81,2	78,1	94,4	87,6	86,6

¹ Kredyty i pożyczki sektora bankowego dla sektora niefinansowego w walucie krajowej i walutach obcych.

² Depozyty sektora niefinansowego w sektorze bankowym w walucie krajowej i walutach obcych.

³ Aktywa, kredyty i depozyty sektora monetarnych instytucji finansowych (bez banków centralnych).

Uwaga: ze względu na korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania. Źródło: dla strefy euro ECB Data Portal; dla pozostałych krajów dane udostępnione przez narodowe banki centralne oraz dane GUS.

Na koniec 2024 r. wartość aktywów instytucji tworzących polski system finansowy wyniosła prawie 4,5 bln zł i była o 10,3% wyższa niż rok wcześniej. Wzrost ten był spowodowany przede

wszystkim zwiększeniem wartości aktywów sektora bankowego i funduszy inwestycyjnych (tabele 1.1.3 i 1.1.4).

Tabela 1.1.3. Aktywa¹ instytucji finansowych w Polsce w latach 2019–2024 (w mld zł)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Instytucje finansowe objęte nadzorem KNF²						
Banki komercyjne ³	1 790,1	2 117,1	2 320,2	2 475,6	2 722,0	3 005,6
Banki spółdzielcze i zrzeszające ³	201,7	221,3	236,0	239,8	272,2	310,7
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	9,4	9,5	10,0	10,1	10,5	10,0
Zakłady ubezpieczeń	193,0	203,6	197,1	183,6	213,6	219,7
Fundusze inwestycyjne	304,6	302,2	323,4	283,0	337,2	396,6
Otwarte fundusze emerytalne	154,8	148,6	188,0	156,3	208,1	213,0
Domy maklerskie	6,6	9,9	14,3	12,2	12,3	12,9
Razem	2 660,2	3 012,2	3 289,0	3 360,6	3 775,9	4 168,5
Inne instytucje finansowe⁴						
Przedsiębiorstwa leasingowe	148,3	140,2	161,5	185,3	202,4	222,4
Przedsiębiorstwa faktoringowe	28,0	28,8	35,6	39,8	43,8	46,5
Firmy pożyczkowe	13,9	12,6	13,1	13,7	16,1	17,8
Razem	190,2	181,6	210,2	238,8	262,3	286,7
Ogółem	2 850,4	3 193,8	3 499,2	3 599,4	4 038,2	4 455,2

¹ Dla funduszy inwestycyjnych i otwartych funduszy emerytalnych wartość aktywów netto.

² Uwzględniono najważniejsze instytucje finansowe objęte nadzorem KNF.

³ Banki prowadzące działalność operacyjną. Do banków komercyjnych zaliczono również BGK oraz oddziały instytucji kredytowych.

⁴ Obejmują najważniejsze kategorie innych niż nadzorowane przez KNF instytucji finansowych, dla których dostępne są dane statystyczne.

Uwaga: ze względu na korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.
Źródło: NBP, UKNF, GUS.

Aktywa sektora bankowego w 2024 r. wzrosły w nieznacznie większym stopniu niż rok wcześniej, a ich udział w aktywach całego sektora finansowego zwiększył się i wyniósł 74,4%. Należności od sektora niefinansowego stanowiły największą część aktywów banków (35,1%). Drugą co do wielkości pozycją były papiery wartościowe (33,6%).

Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych w analizowanym okresie wzrosła o 17,6% (do 396,6 mld zł), a ich udział w aktywach całego sektora finansowego zwiększył się z 8,3% w 2023 r. do 8,9% na koniec 2024 r. Było to spowodowane bardzo dobrymi wynikami finansowymi wszystkich rodzajów funduszy oraz dodatnim saldem napływu środków do funduszy otwartych.

W 2024 r. w niewielkim stopniu wzrosła wartość aktywów otwartych funduszy emerytalnych (o 2,4%) i na koniec grudnia wyniosła 213,0 mld zł, najwięcej od 2014 r. Na wzrost wartości aktywów wpłynął dodatni wynik finansowy sektora, większy niż odpływ z tytułu suwaka bezpieczeństwa do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. W analizowanym okresie wartość aktywów zakładów ubezpieczeń wzrosła o 2,9% i wyniosła 219,7 mld zł na koniec 2024 r. Wynikało

to przede wszystkim ze zwiększenia aktywów działu II (ubezpieczenia majątkowe). W wyniku tych tendencji udział sektora bankowego w systemie finansowym w 2024 r. nieznacznie wzrósł. Zwiększył się także udział funduszy inwestycyjnych (wykresy 1.1.3 i 1.1.4).

Tabela 1.1.4. Tempo zmian aktywów¹ instytucji finansowych w Polsce w latach 2021–2024 (r/r, w %)

	2021	2022	2023	2024
Instytucje finansowe objęte nadzorem KNF²				
Banki komercyjne ³	9,6	6,7	10,0	10,4
Banki spółdzielcze i zrzeszające ³	6,6	1,6	13,5	14,1
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	5,3	1,0	4,0	-4,6
Zakłady ubezpieczeń	-3,2	-6,8	16,3	2,9
Fundusze inwestycyjne	7,0	-12,5	19,2	17,6
Otwarte fundusze emerytalne	26,5	-16,9	33,1	2,4
Domy maklerskie	44,4	-14,7	0,8	4,9
Razem	9,2	2,2	12,4	10,4
Inne instytucje finansowe⁴				
Przedsiębiorstwa leasingowe	15,2	14,7	9,2	9,9
Przedsiębiorstwa faktoringowe	23,6	11,8	10,1	6,2
Firmy pożyczkowe	4,0	4,6	17,5	10,6
Razem	15,7	13,6	9,8	9,3
Ogółem	9,6	2,9	12,2	10,3

¹ Dla funduszy inwestycyjnych i otwartych funduszy emerytalnych wartość aktywów netto.

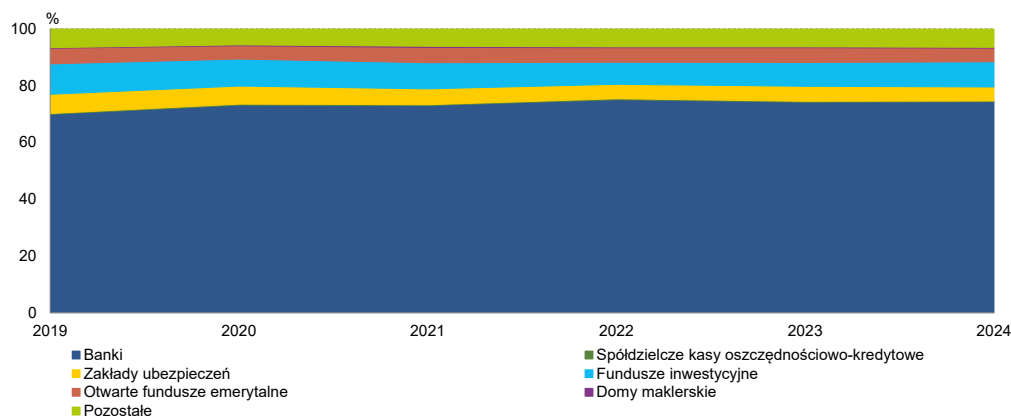
² Uwzględniono najważniejsze instytucje finansowe objęte nadzorem KNF.

³ Banki prowadzące działalność operacyjną. Do banków komercyjnych zaliczono również BGK oraz oddziały instytucji kredytowych.

⁴ Obejmują najważniejsze kategorie innych niż nadzorowane przez KNF instytucji finansowych, dla których dostępne są dane statystyczne.

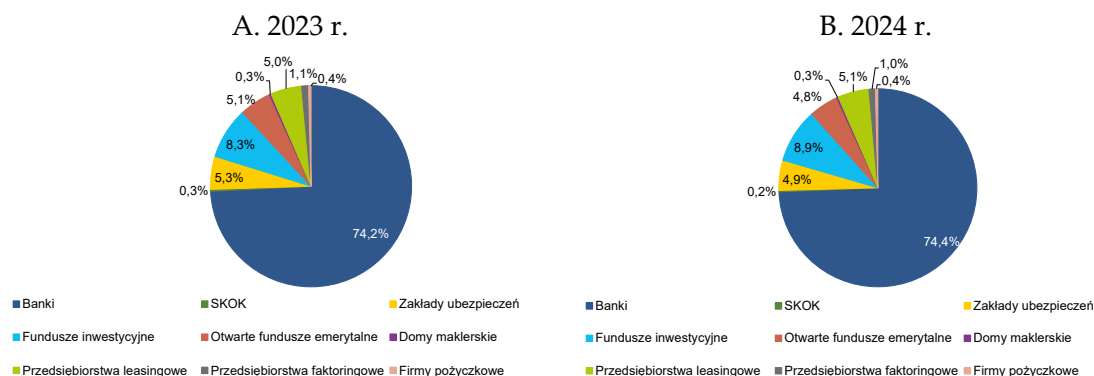
Uwaga: ze względu na korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.
Źródło: NBP, UKNF, GUS.

Wykres 1.1.3. Struktura aktywów systemu finansowego w Polsce w latach 2019–2024



Źródło: NBP, UKNF, GUS.

Wykres 1.1.4. Udział poszczególnych instytucji finansowych w strukturze aktywów polskiego systemu finansowego w 2023 i 2024 r.



Źródło: NBP, UKNF, GUS.

Na koniec 2024 r. działalność operacyjną w Polsce prowadziło 60 banków komercyjnych, w tym 33 oddziały instytucji kredytowych. Ponadto na krajowym rynku funkcjonowało 489 banków spółdzielczych i 2 banki zrzeszające. Wyraźnie zmniejszyła się liczba funduszy inwestycyjnych (tabela 1.1.5).

Tabela 1.1.5. Liczba instytucji finansowych w Polsce w latach 2017–2024¹

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Banki komercyjne ²	61	61	60	64	65	62	61	60
Banki zrzeszające ²	2	2	2	2	2	2	2	2
Banki spółdzielcze ²	553	549	538	530	511	496	492	489
Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe	34	30	25	23	22	19	18	18
Zakłady ubezpieczeń ³	61	60	58	59	55	53	52	47
Fundusze inwestycyjne ⁴	905	878	813	737	706	672	650	605
Otwarte fundusze emerytalne	11	10	10	10	10	9	8	8
Domy maklerskie	44	40	38	37	36	33	30	27

¹ Uwzględniono najważniejsze instytucje finansowe objęte nadzorem KNF, których aktywa zostały ujęte w tabeli 1.1.3. Nie uwzględniono zagranicznych podmiotów, które mogą działać transgranicznie (bez prawnoprawnej obecności w Polsce), oddziałów zakładów ubezpieczeń ani oddziałów zagranicznych firm inwestycyjnych.

² Banki prowadzące działalność operacyjną. Liczba banków komercyjnych obejmuje również BGK oraz oddziały instytucji kredytowych. W 2017 r. – 28, w 2018 r. – 31, w 2019 r. – 32, w 2020 r. – 36, w 2021 r. – 37, w latach 2022–2023 – 34, a w 2024 r. – 33 oddziały instytucji kredytowych.

³ Podmioty prowadzące działalność operacyjną, zarówno ubezpieczeniową, jak i reasekuracyjną.

⁴ Liczba funduszy, które prowadziły działalność.

Źródło: NBP, UKNF.

Rynek bonów pieniężnych w 2024 r. był największym segmentem rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Średnioroczna wartość tych instrumentów pozostających w obiegu istotnie wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem i w analizowanym okresie wyniosła 320 mld zł.

Znaczenie rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw pozostawało niewielkie – instrumenty te były emitowane przede wszystkim przez firmy leasingowe i faktoringowe należące do dużych grup bankowych. W 2024 r., podobnie jak w poprzednich latach, Ministerstwo Finansów nie sprzedawało bonów skarbowych.

Kapitalizacja polskiego rynku akcji w 2024 r. zwiększyła się o 3,3% do 1 501,6 mld zł na koniec roku, co wynikało ze wzrostu cen akcji oraz wprowadzenia do obrotu akcji nowych spółek. W analizowanym okresie indeks szerokiego rynku WIG wzrósł o 1,4%, a WIG20 spadł o 6,4%. GPW zachowała pozycję lidera w regionie (tabela 1.1.6). Wartość obrotów akcjami na rynkach organizowanych przez GPW zwiększyła się o 22,3%. Najmniej aktywni byli inwestorzy indywidualni, którzy częściej niż we wcześniejszych latach wybierali inne formy inwestowania oszczędności (m.in. obligacje skarbowe).

W 2024 r. krajowy rynek obligacji skarbowych był największy w Europie Środkowo-Wschodniej i ósmy w UE. Był to również największy i najbardziej płynny segment krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych oraz jedyny, na którym regularnie i na dużą skalę zawierano transakcje warunkowe (tabela 1.1.7). W analizowanym okresie średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych obligacjami skarbowymi wyniosła 9,1 mld zł, istotnie mniej niż transakcji warunkowych (14,8 mld zł w przypadku SBB oraz 8,7 mld zł w przypadku *repo*). W strukturze inwestorów na rynku tych instrumentów dominowały banki krajowe, które na koniec 2024 r. posiadały 45,1% krajowych obligacji skarbowych. Natomiast udział nierezydentów w strukturze nabywców wspomnianych papierów dłużnych spadł do 12,7% na koniec roku. Wzrosło znaczenie osób fizycznych (na koniec 2024 r. ich udział w strukturze inwestorów wyniósł 12,4%), co było związane z utrzymującym się dużym popytem na obligacje oszczędnościowe.

Gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje BGK i PFR stanowiły największy segment rynku nieskarbowych papierów dłużnych. Wartość tych instrumentów finansowych spadła na koniec 2024 r. do 237,9 mld zł, nadal była jednak istotnie wyższa niż wartość obligacji przedsiębiorstw (72,4 mld zł), obligacji komunalnych (41,9 mld zł) oraz długoterminowych bankowych papierów dłużnych (36,6 mld zł). Nabywcami obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa, które mają podobną charakterystykę do obligacji skarbowych, były głównie banki krajowe. W 2024 r. nieco wzrosła wartość nowych emisji obligacji przedsiębiorstw, do czego przyczyniły się duże emisje kilku spółek. Rynek ten wciąż charakteryzował się segmentacją, znacznym udziałem obligacji nienotowanych na rynkach zorganizowanych oraz niską płynnością. Większość obligacji komunalnych wciąż miała nierynkowy charakter, gdyż banki będące agentami emisji traktowały je jako alternatywę wobec udzielania JST kredytów. Obligacje komunalne często pozostawały w portfelach banków do terminu zapadalności, co przyczyniało się do znikomej płynności rynku wtórnego tych instrumentów finansowych.

Tabela 1.1.6. Charakterystyka rynków akcji w wybranych krajach Europy Środkowo-Wschodniej oraz w strefie euro w latach 2022–2024¹

	Kapitalizacja spółek krajowych (w mld euro)			Kapitalizacja spółek krajowych w relacji do PKB (w %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Polska ²	122,5	177,8	173,6	19,2	22,7	20,4
Czechy	26,9	31,3	33,2	9,8	9,9	10,4
Węgry	22,3	35,2	39,9	13,1	17,9	19,3
Strefa euro ³	10 020,3	11 126,6	11 149,1	73,8	76,7	73,5
	Wskaźnik płynności ⁴ (w %)			Liczba notowanych spółek (w tym spółki zagraniczne)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Polska ²	44,6	31,9	40,1	794 (48)	788 (62)	801 (77)
Czechy	19,6	13,9	10,5	59 (35)	30 (5)	30 (5)
Węgry	44,9	19,0	18,6	63 (1)	67 (1)	69 (1)
Strefa euro ³	52,1	39,6	40,2	6 511 (1 289)	5 823 (1 269)	5 137 (1 205)

¹ Wszystkie zaprezentowane wartości obejmują również alternatywne systemy obrotu, o ile operator danego rynku giełdowego prowadził takie platformy.

² Wartości dla Polski obliczono na podstawie danych GPW i GUS przy zastosowaniu kursów średnich NBP na koniec poszczególnych lat. Liczba notowanych spółek w latach 2023–2024 uwzględnia spółki z rynku GlobalConnect.

³ Wskaźniki obliczone dla strefy euro obejmują następujące rynki giełdowe: Athens Stock Exchange, Cyprus Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext, Ljubljana Stock Exchange, Luxembourg Stock Exchange, Malta Stock Exchange, NASDAQ Nordics & Baltics, Spanish Exchanges (BME), Wiener Börse oraz od 2023 r. Zagreb Stock Exchange.

⁴ Relacja wartości obrotów netto akcjami spółek krajowych do ich kapitalizacji na koniec roku.

Uwaga: ze względu na dokonane korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: Eurostat, FESE, GPW, Ljubljana Stock Exchange, GUS, WFE.

W 2024 r. obroty na rynku transakcji o charakterze lokacyjnym, które służyły instytucjom finansowym głównie do bieżącego zarządzania płynnością, nieznacznie zmniejszyły się za sprawą spadku aktywności w segmencie swapów walutowych (tabela 1.1.7). Jednocześnie wzrosły obroty na rynku transakcji warunkowych, a także niezabezpieczonych lokat międzybankowych.

Podobnie jak w poprzednich latach większość transakcji wymiany złotego i operacji walutowymi pozagiełdowymi instrumentami pochodnymi zawierano na rynku *offshore*, głównie w Londynie. Operacje, w których co najmniej jedną stroną był bank krajowy, miały niewielki wpływ na kurs złotego. W przypadku instrumentów pochodnych pod względem wartości obrotów i różnorodności oferowanych instrumentów finansowych w Polsce znacznie lepiej rozwinięty był rynek pozagiełdowy. Średnie dzienne obroty netto na rynku OTC w 2024 r. były wielokrotnie większe niż obroty instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW, wśród których największą płynnością charakteryzowały się kontrakty *futures* na indeks WIG20.

Tabela 1.1.7. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku finansowym w latach 2021–2024 (w mln zł)

	2021	2022	2023	2024
Rynek akcji i instrumentów dłużnych				
Akcje i prawa do akcji	1 337,0	1 178,1	1 137,6	1 391,3
Obligacje skarbowe	20 514,6	28 834,7	28 520,3	32 688,8
Bony skarbowe	99,5	0,0	0,0	0,0
Rynek transakcji lokacyjnych				
Transakcje <i>fx swap</i>	19 157,2	26 604,1	25 440,4	20 820,7
Transakcje <i>repo/SBB</i>	12 365,9	19 904,0	18 776,8	20 853,9
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe	3 725,4	4 408,9	3 134,4	3 428,2
Rynek transakcji pochodnych				
Walutowe transakcje <i>forward</i>	5 550,4	3 864,5	2 741,3	2 687,5
Opcje walutowe	984,9	881,7	932,9	940,0
Transakcje CIRS	326,0	358,1	613,7	732,5
Transakcje FRA	4 074,8	5 979,5	7 150,3	8 853,7
Transakcje IRS	4 046,6	4 044,5	4 254,0	5 354,7
Transakcje OIS	0,0	0,0	1,2	0,0
Opcje na stopę procentową	27,4	16,4	12,8	2,8
Kontrakty <i>futures</i> na indeks WIG20	930,0	1 322,1	1 392,9	1 527,9
Kasowy rynek walutowy	12 051,4	11 884,8	10 185,1	10 523,5

Uwagi:

1. W przypadku obrotów na rynku *fx swap* wartość obrotów liczono tylko dla jednej waluty transakcji.
2. Wartość obrotów na rynku obligacji i bonów skarbowych uwzględnia transakcje bezwarunkowe i warunkowe (*repo* i *SBB*), w tym operacje między nierezydentami. Średnia dzienna wartość operacji bezwarunkowych dla obligacji skarbowych wyniosła 7,0 mld zł w 2021 r., 7,2 mld zł w 2022 r., 7,5 mld zł w 2023 r. oraz 9,1 mld zł w 2024 r.
3. Wartość transakcji warunkowych (*repo* i *sell-buy-back*) wyliczono według wartości wymiany początkowej. Dla transakcji *fx swap* wartość obrotów netto wyliczono według wartości wymiany początkowej.
4. Dla rynków: *fx swap*, walutowego, transakcji *forward*, opcji walutowych oraz instrumentów pochodnych na stopy procentowe zaprezentowano wartość transakcji wymiany z udziałem złotego lub instrumentów nominowanych w złotych.
5. W wartości obrotów akcjami uwzględniono transakcje sesyjne i pakietowe.
6. Wartość obrotów kontraktami *futures* na indeks WIG20 liczono według kwot rozliczenia, z uwzględnieniem transakcji sesyjnych i pakietowych.
7. Obroty na rynku walutowym oraz pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych obejmują jedynie transakcje zawierane na rynku krajowym. Nie uwzględniają transakcji zawieranych na rynku *offshore*.
8. Obroty na rynkach instrumentów pochodnych stopy procentowej dotyczą instrumentów na stawki krajowego rynku pieniężnego.
9. Ze względu na dokonane korekty niektóre dane różnią się od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: opracowano na podstawie danych GPW, MF i NBP.

1.2. Gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa na rynku finansowym w Polsce

System finansowy odgrywa ważną rolę w obiegu środków finansowych między podmiotami posiadającymi nadwyżki a podmiotami zgłaszającymi zapotrzebowanie na środki pieniężne. Przepływ tych środków odbywa się za pośrednictwem banków lub rynku finansowego, na którym przedsiębiorstwa emitują papiery wartościowe (akcje lub obligacje). Inwestorzy, w tym gospodarstwa domowe, mogą je nabywać bezpośrednio na rynku finansowym lub za pośrednictwem instytucji finansowych (m.in. funduszy inwestycyjnych).

1.2.1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych

Na sposób oszczędzania gospodarstw domowych wpływają zarówno czynniki mikroekonomiczne (np. wielkość gospodarstw domowych, ich struktura demograficzna oraz sytuacja finansowa), jak i makroekonomiczne (np. sytuacja gospodarcza kraju, stopy procentowe). W zależności od siły oddziaływania poszczególnych czynników gospodarstwa domowe decydują o wartości utrzymywanych oszczędności oraz wybierają określone produkty oszczędnościowe i inwestycyjne. Oszczędności krajowych gospodarstw domowych, ich zasób oraz forma, mają duże znaczenie z punktu widzenia finansowania inwestycji, oddziaływania na wzrost gospodarczy oraz rozwój systemu finansowego.

W 2024 r. aktywa finansowe gospodarstw domowych, którymi mogły one swobodnie dysponować¹, zwiększyły się o 235,1 mld zł (tj. o 11,6%) i na koniec grudnia wyniosły 2 255,5 mld zł, a ich relacja do PKB wzrosła do 61,9% (wykres 1.2.1). Zwiększyła się przede wszystkim wartość posiadanych przez gospodarstwa domowe depozytów bankowych, tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz obligacji skarbowych. Zmniejszyła się natomiast wartość nieskarbowych papierów wartościowych oraz ubezpieczeń na życie, w tym UFK (tabela 1.2.1).

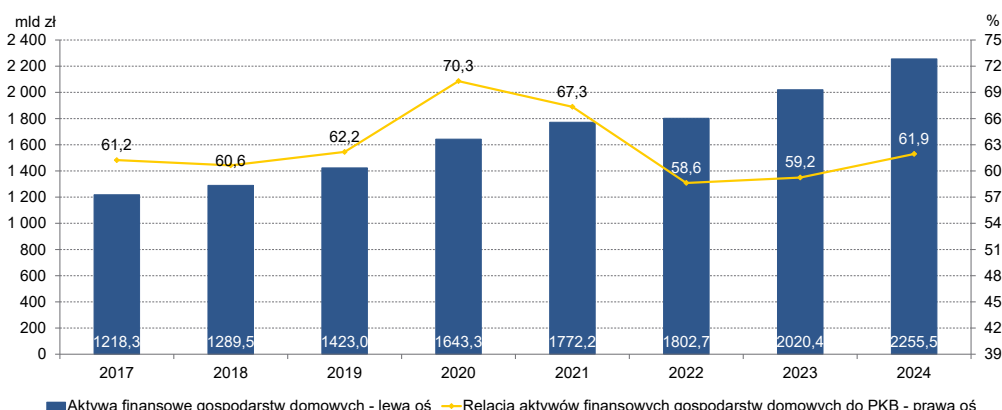
W strukturze aktywów, podobnie jak w latach poprzednich, dominowały depozyty bankowe oraz gotówka. W 2024 r. przyrost depozytów bankowych był nieznacznie niższy niż w poprzednim roku, a ich udział w aktywach zmniejszył się do 59,4% na koniec roku. Wartość tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w portfelu gospodarstw domowych wzrosła o 29,4%

¹ W niniejszej analizie uwzględniono następujące aktywa finansowe gospodarstw domowych, którymi mogą one względnie swobodnie dysponować: depozyty gromadzone w bankach i SKOK-ach, tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych nabyte przez gospodarstwa domowe, aktywa z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym jednostki uczestnictwa ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych – UFK), skarbowe papiery wartościowe, akcje notowane na rynkach organizowanych przez GPW, gotówkę w obiegu pozostającą poza kasami banków oraz nieskarbowe dłużne papiery wartościowe. Nie uwzględniono m.in. środków na rachunkach w otwartych funduszach emerytalnych czy środków przekazanych przez OFE do ZUS w lutym 2014 r., ze względu na ich inny charakter z punktu widzenia możliwości swobodnego dysponowania przez gospodarstwa domowe.

wobec roku poprzedniego, do 234,3 mld zł na koniec grudnia (wykres 1.2.2). Największym zainteresowaniem nadal cieszyły się fundusze papierów dłużnych.

Rosnący udział gotówki, duży udział depozytów bankowych oraz skarbowych papierów wartościowych wskazywały na preferowanie przez gospodarstwa domowe w Polsce bezpiecznych sposobów zarządzania nadwyżkami finansowymi. Na koniec 2024 r. gotówka, depozyty w bankach i SKOK-ach stanowiły łącznie aż 77,2% aktywów finansowych gospodarstw domowych (tabela 1.2.1).

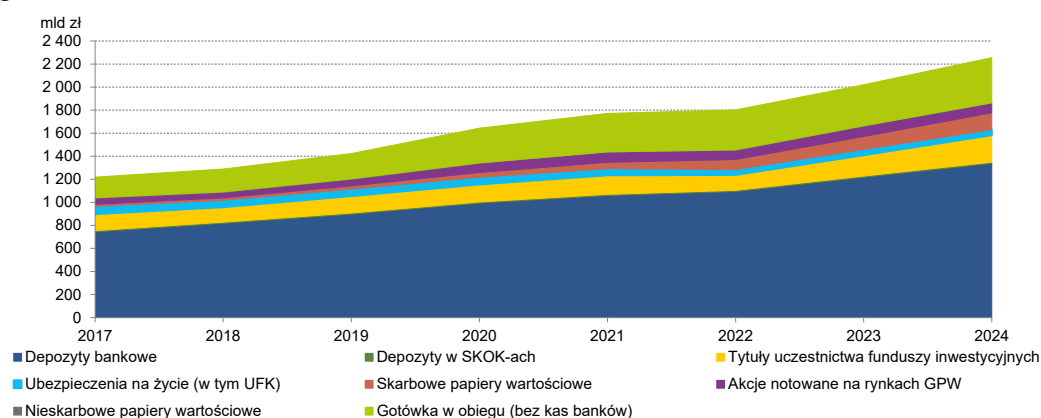
Wykres 1.2.1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych w latach 2017–2024



Uwaga: w analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstwa domowe mogą swobodnie dysponować. Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od prezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: opracowano na podstawie danych GUS, UKNF, NBP.

Wykres 1.2.2. Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych w latach 2017–2024 według stanu na koniec okresów



Uwaga: w analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstwa domowe mogą swobodnie dysponować. Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od prezentowanych w poprzedniej edycji opracowania. Wartość ubezpieczeń na życie (w tym UFK) jest liczona zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II i obejmuje rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe działu I.

Źródło: opracowano na podstawie danych UKNF, NBP.

Zaangażowanie gospodarstw domowych w obligacje skarbowe wzrosło o 30,6%, do 145,6 mld zł na koniec 2024 r. Z kolei wartość akcji notowanych na rynkach GPW w portfelu gospodarstw domowych spadła o 7,0%, do 84,5 mld zł na koniec grudnia.

Tabela 1.2.1. Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz ich struktura w latach 2021–2024, według stanów na koniec okresów

	2021	2022	2023	2024
Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych (w mld zł)				
Depozyty bankowe	1 059,9	1 094,4	1 218,0	1 339,0
Depozyty w SKOK-ach	9,4	9,3	9,8	9,3
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	165,6	134,4	181,1	234,3
Z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK)	57,5	45,9	50,4	49,0
Skarbowe papiery wartościowe	55,1	87,9	111,5	145,6
Nieskarbowe papiery wartościowe	1,5	2,7	2,6	1,6
Akcje notowane na rynkach GPW	89,0	80,3	90,9	84,5
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	334,1	347,8	356,1	392,2
Ogółem	1 772,2	1 802,7	2 020,4	2 255,5
Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych (w %)				
Depozyty bankowe	59,8	60,7	60,3	59,4
Depozyty w SKOK-ach	0,5	0,5	0,5	0,4
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	9,4	7,5	9,0	10,4
Z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK)	3,2	2,5	2,5	2,2
Skarbowe papiery wartościowe	3,1	4,9	5,5	6,4
Nieskarbowe papiery wartościowe	0,1	0,1	0,1	0,1
Akcje notowane na rynkach GPW	5,0	4,5	4,5	3,7
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	18,9	19,3	17,6	17,4

Uwagi: w analizie uwzględniono aktywa finansowe, którymi gospodarstwa domowe mogą swobodnie dysponować. Wartość aktywów gospodarstw domowych z tytułu ubezpieczeń na życie (w tym UFK) jest liczona zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II i obejmuje rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe działu I. Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od prezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: opracowano na podstawie danych UKNF, NBP.

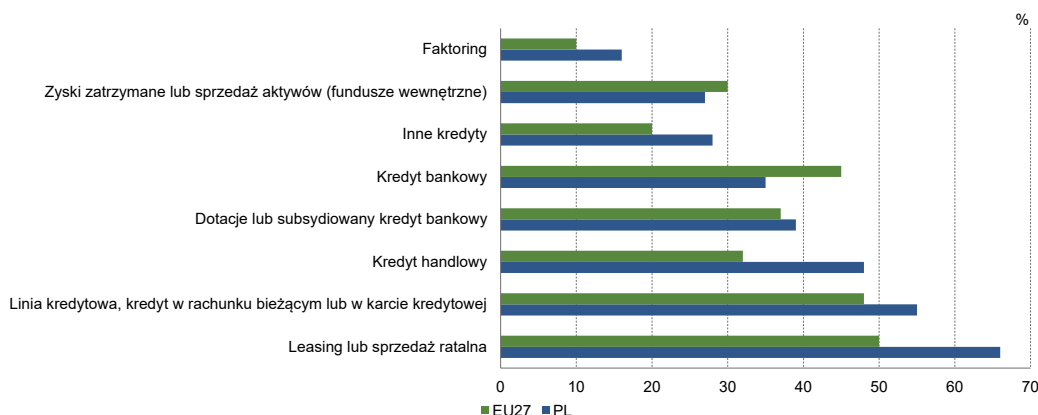
1.2.2. Zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw

Dobra sytuacja polskich przedsiębiorstw, pozwalająca na korzystanie ze środków własnych, ograniczała zapotrzebowanie na kredyt bankowy. Niemniej jednak wartość kredytów dla przedsiębiorstw nieznacznie wzrosła w 2024 r., do czego przyczyniło się większe zainteresowanie kredytami inwestycyjnymi. Popyt na kredyty o charakterze bieżącym wzrósł dopiero w II połowie analizowanego okresu.

Najważniejszymi pozabankowymi źródłami finansowania małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) w Polsce w 2024 r., zgodnie z wynikami badań prowadzonych przez Komisję Europejską

(SAFE)², były leasing, kredyt bieżący³ i kredyt handlowy (wykres 1.2.3). Z leasingu korzystało 66% MSP, co plasowało Polskę na pierwszym miejscu w UE (średnia dla UE wynosiła 50%). Z kredytu bieżącego korzystało 55% MSP (6. miejsce w UE, średnia dla UE: 48%). Z kredytu handlowego korzystało 48% MSP (4. pozycja w UE, średnia dla UE: 32%).

Wykres 1.2.3. Odsetek małych i średnich przedsiębiorstw korzystających z wybranego źródła finansowania w Polsce i w UE w 2024 r.



Źródło: opracowano na podstawie *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE) 2024*, Komisja Europejska.

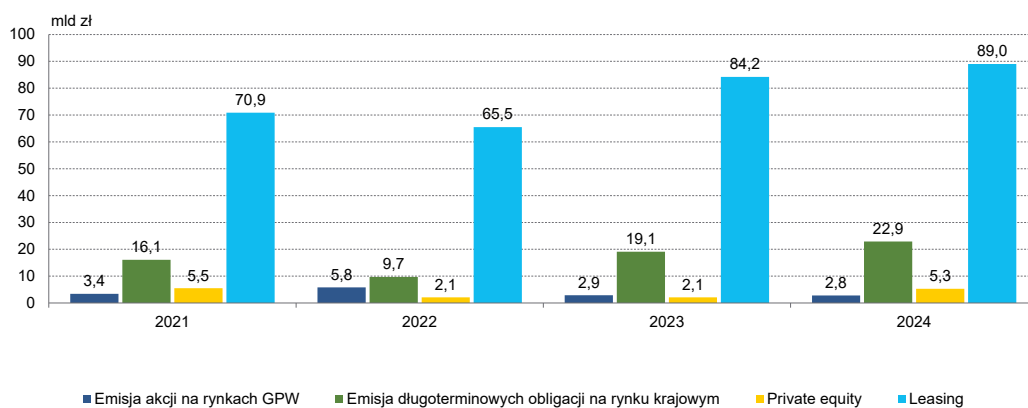
Dane krajowe również wskazują leasing jako najważniejsze pozabankowe źródło zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw w 2024 r. (wykres 1.2.4). Skala finansowania udzielonego przez spółki leasingowe zwiększyła się istotnie w porównaniu z poprzednim rokiem. W strukturze aktywów sfinansowanych przez spółki leasingowe dominowały środki transportu drogowego, w tym samochody osobowe.

Przedsiębiorstwa w 2024 r. pozyskały na krajowym rynku obligacji finansowanie o wartości 22,9 mld zł (wobec 19,1 mld zł rok wcześniej). Do tego wzrostu przyczyniły się głównie pojedyncze duże emisje. Wartość nowych akcji wprowadzonych w 2024 r. do obrotu na rynkach organizowanych przez GPW (Główny Rynek GPW i NewConnect) była nieznacznie mniejsza niż rok wcześniej i wyniosła 2,8 mld zł. Do obrotu wprowadzono akcje 22 krajowych przedsiębiorstw (Główny Rynek GPW – 9, New Connect – 13), przy czym w przypadku 8 z nich doszło do przeniesienia notowań akcji z ASO na rynek regulowany. Pod względem wartości IPO 2024 r. był jednym z najlepszych w historii.

² *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Analytical Report 2024*, European Commission, Brussels, December 2024. Raport dostępny na stronie internetowej: <https://single-market-economy.ec.europa.eu/>.

³ Linia kredytowa, kredyt w rachunku bieżącym lub w karcie kredytowej.

Wykres 1.2.4. Wybrane krajowe pozabankowe zewnętrzne źródła finansowania polskich przedsiębiorstw w latach 2021–2024



Źródło: opracowano na podstawie danych Fitch Polska, GUS, KDPW, GPW, Invest Europe i NBP.

2. Regulacje systemu finansowego

Rozwój systemu finansowego zależy nie tylko od warunków ekonomicznych, ale także od regulacji dotyczących instytucji i rynków finansowych. W rozdziale przedstawiono najważniejsze zmiany w regulacjach finansowych, które wprowadzono w 2024 r., zarówno w prawie krajowym, jak i europejskim. Działania podejmowane w UE, mające na celu stworzenie jednolitego europejskiego rynku finansowego i zapewnienie stabilności jego funkcjonowania, wytyczają główne kierunki przyszłych zmian regulacji dotyczących systemu finansowego w Polsce. Wiele norm prawnych wynika z wejścia w życie rozporządzeń Rady i PE, aktów delegowanych lub wykonawczych KE oraz z dostosowania krajowego prawa do wymogów dyrektyw unijnych.

2.1. Zmiany w regulacjach krajowych

W niniejszym podrozdziale omówiono najistotniejsze krajowe akty prawne uchwalone w 2024 r., mające wpływ na funkcjonowanie systemu finansowego. Opis zmian w prawie krajowym przedstawiono w podziale na regulacje dotyczące banków, pozostałych instytucji finansowych oraz rynków finansowych i ich infrastruktury.

2.1.1. Regulacje dotyczące sektora bankowego

Zmiany w przepisach dotyczących wsparcia i pomocy dla kredytobiorców

Celem nowelizacji ustawy o wsparciu kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyt mieszkaniowy i znajdują się w trudnej sytuacji finansowej, oraz ustawy o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom⁴ było zwiększenie dostępności nieoprocentowanego zwrotnego wsparcia finansowego z prowadzonego przez BGK Funduszu Wsparcia Kredytobiorców (FWK) dla kredytobiorców, którzy znajdują się w trudnej sytuacji finansowej. W tym celu w przyjętej nowelizacji obniżono wartość wskaźnika mierzącego stosunek wydatków kredytobiorcy związanych z obsługą miesięcznej raty kredytu mieszkaniowego do miesięcznego dochodu gospodarstwa domowego kredytobiorcy. Podwyższono także kwotę maksymalnego wsparcia finansowego i dochodu osoby uprawnionej. Ponadto wydłużono okres, na jaki udzielane jest wsparcie, a także okres jego spłaty, oraz zwiększono liczbę umarzanych rat następujących po terminowej spłacie tego wsparcia. Omawiana ustawa przedłużyła również okres obowiązywania wakacji kredytowych w 2024 r.

⁴ Ustawa z dnia 12 kwietnia 2024 r. o zmianie ustawy o wsparciu kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyt mieszkaniowy i znajdują się w trudnej sytuacji finansowej oraz ustawy o finansowaniu społecznościowym dla przedsięwzięć gospodarczych i pomocy kredytobiorcom (Dz.U. z 2024 r., poz.1385).

Zmiana ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z usuwaniem skutków powodzi oraz niektórych innych ustaw

Omawiana ustawa⁵ wprowadziła możliwość wsparcia dla kredytobiorców, którzy zaciągnęli kredyt mieszkaniowy i znajdują się w trudnej sytuacji finansowej w związku z powodzią. Zgodnie z nowymi przepisami wspomniani kredytobiorcy mogą skorzystać z bezzwrotnego wsparcia z FWK, polegającego na spłacie przez ten fundusz rat kredytu przez okres 12 miesięcy.

Nowelizacja ustawy o kredycie konsumenckim

Nowelizacja ustawy⁶ zlikwidowała ograniczenia w udzielaniu kredytów dla rolników, wynikające z objęcia ich w 2023 r. analogiczną ochroną jak w przypadku konsumentów zaciągających kredyt konsumencki. Pozostawienie pod wspomnianą ochroną stanowiło bowiem dla rolników utrudnienie w pozyskiwaniu finansowania z programów publicznych w formie kredytów objętych dopłatami z Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa oraz pożyczek udzielanych przez firmy leasingowe.

Zmiany w przepisach wykonawczych do ustawy Prawo bankowe

W związku z nowelizacją rozporządzenia CRR (określaną jako CRR III⁷) wprowadzającą zmiany w wymogach dotyczących ryzyka kredytowego w prawie krajowym zmieniono przepisy wykonawcze nakładające na banki podwyższone wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach⁸. Po wspomnianej nowelizacji w Polsce zasady dotyczące stosowania wag ryzyka wynikają bezpośrednio z rozporządzenia CRR⁹.

Ponadto dostosowano przepisy wykonawcze¹⁰ dotyczące ekspozycji banków wyłączonych z limitów dużych ekspozycji do nowej klasyfikacji pozabilansowych pozycji w koszykach, określonych w zmienionym rozporządzeniu CRR. Zgodnie z przepisami wykonawczymi do limitów dużych ekspozycji banki nie włączają 50% pozabilansowych akredytyw dokumentowych (z koszyka zawierającego m.in. pozycje finansowania handlu) ani pozabilansowych

⁵ Ustawa z dnia 1 października 2024 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z usuwaniem skutków powodzi oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2024 r., poz. 1473).

⁶ Ustawa z dnia 20 marca 2024 r. o zmianie ustawy - Kodeks cywilny, ustawy o kredycie konsumenckim oraz ustawy o konsumenckiej pożyczce lombardowej (Dz.U. z 2024 r., poz. 653).

⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1623 z dnia 31 maja 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do wymogów dotyczących ryzyka kredytowego, ryzyka związanego z korektą wyceny kredytowej, ryzyka operacyjnego, ryzyka rynkowego oraz minimalnego progu kapitałowego. (Dz. Urz. UE. L1623 z 2024 r.).

⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 listopada 2024 r. uchylające rozporządzenie w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach (Dz.U. z 2024 r., poz. 1723).

⁹ Rozporządzenie Parlamentu europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 1 z późn. zm.).

¹⁰ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 grudnia 2024 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie rodzajów ekspozycji banków wyłączonych z limitów dużych ekspozycji (Dz.U. z 2024 r., poz. 1920).

niewykorzystanych instrumentów kredytowych (z koszyka zawierającego m.in. niewykorzystane kwoty zobowiązań, niezależnie od terminu zapadalności instrumentu bazowego).

Przepisy wykonawcze do ustawy Ordynacja podatkowa

Celem nowelizacji rozporządzenia Ministra Finansów z 20 grudnia 2024 r.¹¹ było m.in. wspieranie zawierania uгод między bankami a osobami fizycznymi, które zaciągnęły kredyt mieszkaniowy udzielony w walucie obcej lub indeksowany do kursu waluty obcej. W zmienionym rozporządzeniu przedłużono do 31 grudnia 2026 r. okres zaniechania poboru podatku dochodowego dla kredytobiorców od umorzonej kwoty wierzytelności z tytułu kredytu mieszkaniowego oraz przychodów otrzymanych z tytułu tego kredytu w związku z ujemnym oprocentowaniem. Ponadto zaniechano do 31 grudnia 2026 r. poboru podatku od przychodów banków odpowiadających równowartości umorzonych kwot wierzytelności z tytułu kredytów mieszkaniowych.

Zmiany w przepisach wykonawczych do ustawy o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym

Rozporządzenie Ministra Finansów z 18 września 2024 r. w sprawie wskaźnika bufora antycyklicznego¹² odzwierciedla przyjęte przez Komitet Stabilności Finansowej w strategii stosowania antycyklicznego bufora kapitałowego w Polsce¹³ nowe podejście do kształtowania tego wymogu. W strategii tej wprowadzono koncepcję neutralnego poziomu bufora antycyklicznego oraz określono jego pożądany poziom na 2% łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko instytucji, które posiadają ekspozycje kredytowe na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Strategia przewiduje etapowe dochodzenie do neutralnego poziomu bufora antycyklicznego – w pierwszym roku wprowadzenie bufora w wysokości 1%, a w kolejnym 2%.

Rekomendacja KNF dotycząca Wskaźnika Finansowania Długoterminowego

Celem wprowadzenia rekomendacji¹⁴ było ograniczenie ryzyka związanego ze strukturą finansowania kredytów hipotecznych, która w dużym stopniu bazuje na krótkoterminowych depozytach detalicznych, w tym na depozytach bieżących. Zamierzonym skutkiem wprowadzenia

¹¹ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 grudnia 2024 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie zaniechania poboru podatku dochodowego od niektórych dochodów (przychodów) związanych z kredytem hipotecznym udzielonym na cele mieszkaniowe (Dz.U. z 2024 r., poz. 1912).

¹² Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 września 2024 r. w sprawie wskaźnika bufora antycyklicznego (Dz.U. z 2024 r., 1400).

¹³ *Strategia stosowania antycyklicznego bufora kapitałowego w Polsce. Materiał na posiedzenie Komitetu Stabilności Finansowej*, NBP, Warszawa, marzec 2024. Dokument dostępny na stronie NBP.

¹⁴ Uchwała Komisji Nadzoru Finansowego z 15 lipca 2024 r. w sprawie wydania Rekomendacji dotyczącej Wskaźnika Finansowania Długoterminowego (Dz. Urz. KNF z 2024 r., poz. 14).

rekomendacji przez KNF ma być zwiększenie skali finansowania wspomnianych kredytów długoterminowymi instrumentami dłużnymi (m.in. listy zastawne)¹⁵.

Zalecenia KNF mają zastosowanie do banków komercyjnych o aktywach powyżej 2 mld zł, których udział portfela kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych zabezpieczonych nieruchomościami w aktywach przekracza 10% oraz banków spółdzielczych niebędących uczestnikami instytucjonalnego systemu ochrony. KNF oczekuje, że banki będą utrzymywały WFD¹⁶ na poziomie co najmniej 40% począwszy od 31 grudnia 2026 r. Zgodnie z rekomendacją od 31 grudnia 2027 r. KNF może dokonywać zmiany oczekiwanego poziomu wskaźnika WFD w kolejnych latach, uwzględniając sytuację poszczególnych banków i makroekonomiczną.

Rekomendacja G dotycząca zarządzania ryzykiem stopy procentowej w bankach

Nowelizacja rekomendacji G¹⁷ miała na celu dostosowanie zaleceń KNF do wytycznych EBA¹⁸ oraz aktów delegowanych KE¹⁹, uzupełniających dyrektywę CRD²⁰ w zakresie ryzyka stopy procentowej w księdze bankowej (IRRBB). Rekomendacja określa podział kompetencji i obowiązków w procesie zarządzania ryzykiem stopy procentowej między zarządem, radą nadzorczą, komórkami merytorycznymi oraz systemem kontroli wewnętrznej. Banki powinny dostosować swoją działalność do nowej rekomendacji do 31 grudnia 2024 r.

¹⁵ Szerzej na ten temat w: *Raport o stabilności systemu finansowego. Grudzień 2024 r.*, NBP, Warszawa 2024, ramka 2.1, s. 50. Materiał dostępny na stronie NBP.

¹⁶ Wskaźnik ten określa pokrycie kredytów hipotecznych zobowiązaniami o rezydualnej zapadalności nie krótszej niż rok. Jako źródło finansowania kredytów mieszkaniowych mogą być uwzględniane następujące instrumenty: nadwyżka funduszy własnych ponad łączny wymóg kapitałowy (OCR), instrumenty i pozycje zaliczane do MREL inne niż fundusze własne, wyemitowane dłużne papiery wartościowe, przyjęte przez bank depozyty międzybankowe, zobowiązania kaucyjne oraz zaciągnięte kredyty/pożyczki na rynku finansowym, instrumenty dłużne w postaci listów zastawnych oraz depozyty detaliczne z kontraktowym terminem zapadalności wynoszącym co najmniej dwa lata i jednocześnie co najmniej rocznym rezydualnym terminem zapadalności, w pełni objęte ochroną gwarancyjną.

¹⁷ Uchwała nr 60/2024 Komisji Nadzoru Finansowego z 26 lutego 2024 r. w sprawie nowelizacji Rekomendacji G dotyczącej zarządzania ryzykiem stopy procentowej w bankach (Dz. Urz. KNF z 2024 r., poz. 5).

¹⁸ Wytyczne wydane na podstawie art. 84 ust. 6 dyrektywy 2013/36/UE określające kryteria identyfikacji i oceny ryzyka wynikającego z potencjalnych zmian stóp procentowych oraz zarządzania tym ryzykiem i jego ograniczania, a także oceny i monitorowania ryzyka spreadu kredytowego wynikającego z działalności w ramach portfela bankowego instytucji, EBA, 20 października 2022 r., EBA/GL/2022/14.

¹⁹ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2024/856 z 1 grudnia 2023 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających scenariusze wstrząsu stosowane do celów nadzorczych, wspólne założenia na potrzeby modelowania i założenia parametryczne oraz definicję dużego obniżenia (Dz. Urz. UE L856 z 2024 r.) oraz rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2024/857 z 1 grudnia 2023 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających standardową metodykę i uproszczoną standardową metodykę w celu oceny ryzyka z tytułu potencjalnych zmian stóp procentowych, które wpływają zarówno na wartość ekonomiczną kapitału własnego, jak i na wynik odsetkowy netto z działalności w ramach portfela bankowego instytucji (Dz. Urz. UE L857 z 2024 r.).

²⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 338 z późn. zm.).

2.1.1.1. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych

Zmiany w przepisach o ubezpieczeniach obowiązkowych oraz o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej

Celem nowelizacji ustawy o ubezpieczeniach obowiązkowych, Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym i Polskim Biurze Ubezpieczycieli Komunikacyjnych oraz ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej²¹ było zaimplementowanie przepisów tzw. dyrektywy komunikacyjnej²². Wdrożono nowe definicje ruchu pojazdu oraz jego wprowadzenia do ruchu. Zgodnie z uchwalonymi przepisami każde użycie pojazdu mechanicznego jako środka transportu wiąże się z obowiązkiem posiadania polisy OC komunikacyjnego. Dotychczas przepisy określały wprowadzenie pojazdu do ruchu tylko w odniesieniu do dróg publicznych, a obecnie jest ono niezależne od miejsca użytkowania pojazdu. Zmiany w regulacjach zwiększyły także minimalne sumy gwarancyjne dla umów ubezpieczenia OC posiadaczy lub kierujących pojazdami mechanicznymi oraz OC rolników²³.

2.1.2. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury

Przepisy wykonawcze do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi

W 2024 r. wydano kilka aktów wykonawczych do ustawy o obrocie instrumentami finansowymi²⁴. Nowelizacja rozporządzenia Ministra Finansów z 23 października 2024 r.²⁵ nałożyła na GPW obowiązek zweryfikowania, czy rozproszenie akcji zapewnia płynność obrotu (tzw. *free float*) według przewidywanego stanu posiadania akcji najpóźniej w pierwszym dniu notowań, a nie według stanu posiadania na dzień złożenia wniosku o dopuszczenie akcji do obrotu. Takie rozwiązanie powinno doprowadzić do skrócenia czasu między przydziałem akcji a debiutem giełdowym, co może przyczynić się do zwiększenia bezpieczeństwa inwestorów.

²¹ Ustawa z dnia 13 września 2024 r. o zmianie ustawy o ubezpieczeniach obowiązkowych, Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym i Polskim Biurze Ubezpieczycieli Komunikacyjnych oraz ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. z 2024 r., poz. 1565).

²² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/2118 z dnia 24 listopada 2021 r. zmieniająca dyrektywę 2009/103/WE w sprawie ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej za szkody powstałe w związku z ruchem pojazdów mechanicznych i egzekwowania obowiązku ubezpieczania od takiej odpowiedzialności (Dz. Urz. UE L430 z 2024 r., s. 1).

²³ Kwoty te zostały zwiększone do 29 876 400 zł w przypadku szkód na osobie i do 6 021 600 zł w przypadku szkód w mieniu w odniesieniu do jednego zdarzenia, bez względu na liczbę poszkodowanych, i mają zastosowanie do umów zawartych po 22 grudnia 2023 r. oraz do zdarzeń zaistniałych po tym dniu w przypadku umów już wówczas obowiązujących.

²⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 722).

²⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 24 października 2024 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 1592).

W rozporządzeniu Ministra Finansów z 22 marca 2024 r.²⁶ określono szczegółowy zakres informacji przesyłanych do KDPW przez emitentów lub agentów emisji przed zawarciem umowy o rejestrację oraz terminy przekazywania tych informacji. Na mocy rozporządzenia Ministra Finansów z 2 września 2024 r.²⁷ określającego warunki, jakie musi spełniać alternatywny system obrotu lub zorganizowana platforma obrotu, zobowiązano operatorów ASO i OTF do posiadania rozwiązań zapewniających odporność operacyjną.

Z kolei w rozporządzeniu Ministra Finansów z 12 listopada 2024 r.²⁸ zniesiono obowiązek informowania emitenta lub wystawcy instrumentu finansowego przez firmę inwestycyjną o oferowaniu tego instrumentu poza grupą docelową. Wprowadzenie takiego rozwiązania było związane z realizacją postulatów SRRK²⁹ dotyczących uchylecia w prawie krajowym bardziej restrykcyjnych rozwiązań w relacji do analogicznych wymogów zawartych w regulacjach europejskich.

²⁶ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 22 marca 2024 r. w sprawie dodatkowych informacji przekazywanych Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych (Dz.U. z 2024 r., poz. 472).

²⁷ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 2 września 2024 r. w sprawie warunków, jakie muszą spełniać alternatywny system obrotu lub zorganizowana platforma obrotu (Dz.U. z 2024 r., poz. 1333).

²⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 listopada 2024 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków państwowych prowadzących działalność maklerską, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz banków powierniczych (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 1735).

²⁹ Uchwała nr 114 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. w sprawie przyjęcia Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego (M.P. z 2019 r., poz. 1027).

2.2. Zmiany w regulacjach Unii Europejskiej

2.2.1. Regulacje dotyczące instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych

Nowelizacja pakietu CRD i CRR

Zmiany w regulacjach CRD/CRR, określane jako CRD VI/CRR III³⁰, wprowadzają do prawa europejskiego kolejne postanowienia Bazylei III³¹. W prawie UE zmodyfikowano zasady wyliczania wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego metodą standardową (m.in. definicje i kryteria kwalifikacji ekspozycji kredytowych i stosowanie współczynników konwersji, CCF). W metodzie IRB wprowadzono tzw. *output floor* (minimalny wymóg kapitałowy dla ryzyka kredytowego na poziomie 72,5% wymogu kapitałowego obliczonego metodą standardową). Na banki nałożono obowiązek brania pod uwagę w ocenie ryzyka ESG planów UE w zakresie neutralności klimatycznej.

Istotną zmianą, z perspektywy krajowego sektora bankowego, jest wprowadzenie obowiązku uwzględnienia w obliczaniu wymogu kapitałowego przez bank umów dotyczących produktów bankowych, które już zaoferowano klientowi, ale jeszcze nie zostały przez niego zaakceptowane. Takie rozwiązanie, wraz ze wzrostem współczynników CCF, wynikającym z regulacyjnych standardów technicznych projektowanych do rozporządzenia CRR, może zwiększyć obciążenia kapitałowe tych podmiotów. Omawiana nowelizacja zmodyfikowała zasady dotyczące stosowania wag ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych nieruchomościami oraz wprowadziła mnożnik podwyższający wagi ryzyka dla ekspozycji z niedopasowaniem walutowym³². Wprowadzono także zmiany wag ryzyka ekspozycji zabezpieczanych nieruchomościami komercyjnymi. Ponadto zmodyfikowano sposób wyznaczania wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka operacyjnego – dotychczasowe metody (wskaźnika bazowego, standardową, alternatywną standardową oraz zaawansowanego pomiaru) zastąpiono nową metodą standardową.

Przepisy pakietu CRD VI/CRR III są stosowane od 1 stycznia 2025 r. z wyjątkiem rozwiązań dotyczących nowego sposobu wyznaczania wymogów z tytułu ryzyka rynkowego. Stosowanie

³⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1619 z dnia 31 maja 2024 r. w sprawie zmiany dyrektywy 2013/36/UE w odniesieniu do uprawnień nadzorczych, sankcji, oddziałów z państw trzecich i ryzyk środowiskowych, społecznych i z zakresu ładu korporacyjnego (Dz. Urz. UE. L1619 z 2024 r.) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1623 z dnia 31 maja 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do wymogów dotyczących ryzyka kredytowego, ryzyka związanego z korektą wyceny kredytowej, ryzyka operacyjnego, ryzyka rynkowego oraz minimalnego progu kapitałowego. (Dz. Urz. UE. L1623 z 2024 r.).

³¹ *Basel III: Finalising post-crisis reforms*, Bank for International Settlements, December 2017, dokument dostępny na stronie <https://www.bis.org/bcbs/>.

³² Są to ekspozycje wobec osób fizycznych z tytułu kredytów hipotecznych udzielanych w walucie lub indeksowane do waluty innej niż ta, w której kredytobiorca uzyskuje swoje dochody.

tych rozwiązań zostało opóźnione przez KE do 1 stycznia 2026 r.³³. Termin ten może ulec dalszemu wydłużeniu z uwagi na brak wdrożenia standardów Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego w innych jurysdykcjach (zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii). Odroczenie obowiązywania wspomnianych wymogów, które są bardziej restrykcyjne, było podyktowane troską o zachowanie konkurencyjności europejskich banków.

Nowelizacja dyrektywy BRRD i rozporządzenia SRM

Dyrektywa 2024/1174³⁴ (tzw. *Daisy Chain Act*) uzupełniła przepisy dyrektywy BRRD³⁵ i rozporządzenia SRM³⁶ w zakresie możliwości spełnienia przez banki wewnętrznego minimalnego wymogu dotyczącego funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych (tzw. wewnętrzny MREL³⁷) na zasadzie skonsolidowanej. Wprowadzone zmiany przyznają organom ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (tzw. organom *resolution*) uprawnienie do ustalenia wewnętrznego MREL na zasadzie skonsolidowanej w odniesieniu do jednostek pośrednich działających głównie w ramach grup bankowych, w których dominującymi jednostkami są spółki holdingowe. Ponadto jednostki te podlegają dodatkowym wymogom w zakresie funduszy własnych wyłącznie na zasadzie skonsolidowanej. Zgodnie z przyjętymi rozwiązaniami ustalenie wewnętrznego MREL na zasadzie skonsolidowanej nie może wpływać negatywnie na wiarygodność i wykonalność restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji danej grupy. Dyrektywa ta określiła również kryteria kwalifikowalności zobowiązań, które można wykorzystać do spełnienia wewnętrznego MREL na zasadzie skonsolidowanej, oraz zasady stosowanych odliczeń.

W dyrektywie BRRD wprowadzono pojęcie „podmiotu poddawanego likwidacji”, którego plan restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (tzw. plan *resolution*) zakłada likwidację w ramach

³³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2024/2795 z dnia 24 lipca 2024 r. zmieniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do daty rozpoczęcia stosowania wymogów w zakresie funduszy własnych z tytułu ryzyka rynkowego (Dz. Urz. UE. L. z 2024 r. poz. 2795).

³⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1174 z dnia 11 kwietnia 2024 r. zmieniająca dyrektywę 2014/59/UE i rozporządzenie (UE) nr 806/2014 w odniesieniu do niektórych aspektów minimalnego wymogu w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych (Dz. Urz. UE L1174 z 2024 r.).

³⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE, 2013/36/UE oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i nr 648/2012 (Dz. Urz. L 173 z 2014 r., s. 190 z późn. zm.).

³⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 806/2014 z dnia 15 lipca 2014 r. ustanawiające jednolite zasady i jednolitą procedurę restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i niektórych firm inwestycyjnych w ramach jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz jednolitego funduszu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 (Dz. Urz. L 225 z 2014 r., s. 1 z późn. zm.).

³⁷ Wewnętrzny MREL ma zastosowanie wobec podmiotów, które same nie są podmiotami podlegającymi restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, ale są jednostkami zależnymi podmiotów, które są objęte tym procesem.

standardowego postępowania upadłościowego. Określono, że dla podmiotu poddawanego likwidacji nie ustala się MREL. Organ *resolution* może nałożyć na taki podmiot ten wymóg w przypadku uznania, że MREL powinien przekraczać kwotę na pokrycie strat. Podmioty te są również zwolnione z obowiązków sprawozdawczych i informacyjnych związanych z MREL, a także z obowiązku uzyskania zezwolenia organu *resolution* na obniżenie kwoty instrumentów zobowiązań kwalifikowalnych, z wyjątkiem sytuacji, gdy organ *resolution* ustalił wobec nich MREL. Państwa członkowskie powinny wprowadzić przepisy dyrektywy do krajowych porządków prawnych do 13 listopada 2024 r. i stosować od 14 listopada 2024 r.

2.2.2. Regulacje dotyczące pozostałych instytucji finansowych

Zmiany w przepisach dyrektywy ZAFI i UCITS

Dyrektywa 2024/927³⁸ wprowadziła szereg zmian w dyrektywach ZAFI³⁹ i UCITS⁴⁰, w szczególności w zakresie: zarządzania płynnością, wymogów sprawozdawczych, przekazywania określonych funkcji osobom trzecim oraz działalności transgranicznej depozytariuszy. Ponadto ustanowiono wspólne zasady dotyczące działalności pożyczkowej alternatywnych funduszy inwestycyjnych (AFI). Państwa członkowskie mają przyjąć i opublikować przepisy niezbędne do wykonania tej dyrektywy do 16 kwietnia 2026 r.

W obszarze zarządzania płynnością, dyrektywa wprowadziła zharmonizowany wykaz dziewięciu narzędzi, które mają na celu łagodzenie skutków wzmożonych żądań umorzenia tytułów uczestnictwa funduszy otwartych, zarówno UCITS, jak i AFI. Dwa z tych narzędzi – zawieszenie subskrypcji, odkupu i umorzeń oraz tzw. boczne kieszenie (*side pockets*), pozwalające wyodrębnić niektóre kategorie aktywów (np. aktywa niepłynne) od pozostałych – mają być dostępne dla wszystkich funduszy otwartych i stosowane tylko w wyjątkowych przypadkach, gdy jest to uzasadnione interesem inwestorów. Zarządzający funduszami otwartymi zostali zobowiązani do wyboru dodatkowych narzędzi spośród pozostałych siedmiu – w przypadku funduszy rynku pieniężnego co najmniej jednego, zaś w przypadku pozostałych funduszy co najmniej dwóch – dopasowanych do strategii inwestycyjnej, profilu płynności i polityki umarzania tytułów uczestnictwa. Wybrane instrumenty powinny być uwzględnione w regulaminie lub dokumentach założycielskich funduszu.

³⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/927 z dnia 13 marca 2024 r. zmieniająca dyrektywy 2011/61/UE i 2009/65/WE w zakresie ustaleń dotyczących przekazywania, zarządzania ryzykiem utraty płynności, sprawozdawczości nadzorczej, świadczenia usług depozytariusza i usług powierniczych oraz udzielania pożyczek przez alternatywne fundusze inwestycyjne (Dz. Urz. UE L927 z 2024 r., s. 1).

³⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L174 z 2011 r., s. 1 z późn. zm.).

⁴⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (Dz. Urz. UE L302 z 2009 r., s. 32 z późn. zm.).

Wśród opcji dostępnych do wyboru znajdują się cztery narzędzia mające przeciwdziałać rozwodnieniu (*anti-dilution*) i szybkiemu wycofywaniu się z inwestycji (*first-mover advantage*) oraz zapewniać równe traktowanie zarówno inwestorów dokonujących transakcji zakupu lub umorzenia tytułów uczestnictwa, jak i tych, którzy pozostają w funduszu. Są to: opłaty umorzeniowe, *swing pricing*, *dual pricing* i *anti-dilution levy*. Dostępne do wyboru narzędzia obejmują ponadto bariery umorzeniowe (*redemption gates*), czasowo ograniczające prawa inwestorów do umorzenia; wydłużenie okresu, w którym inwestorzy muszą zgłosić zamiar umorzenia (*notice periods*); a także umorzenia w formie niepieniężnej (*redemptions in kind*), które mogą być uruchamiane wyłącznie w celu realizacji zleceń umorzenia inwestorów profesjonalnych. W celu zapewnienia spójnego stosowania narzędzi zarządzania płynnością ESMA opracuje projekt regulacyjnych standardów technicznych oraz wytycznych.

Dyrektywa wprowadziła również dodatkowe warunki, na podstawie których właściwe organy mogą żądać zawieszenia subskrypcji, odkupu i umorzeń (lub zaprzestania zawieszenia). Wśród nich jest działanie w interesie inwestorów, w wyjątkowych okolicznościach, po konsultacji z zarządzającym oraz gdy istnieje ryzyko dla ochrony inwestora lub stabilności finansowej. ESMA ma opracować wytyczne dotyczące wykonywania tego uprawnienia, biorąc pod uwagę potencjalne skutki takiej interwencji nadzorczej dla ochrony inwestorów i stabilności finansowej oraz przyjmując, że główna odpowiedzialność za zarządzanie ryzykiem płynności spoczywa na zarządzających funduszami.

Zmiany przepisów w obszarze raportowania zmierzają do ułatwienia monitorowania rynku funduszy inwestycyjnych oraz usprawnienia gromadzenia i wymiany informacji. W tym celu dyrektywa wprowadziła wymogi sprawozdawcze dla funduszy UCITS, a także obowiązek przekazywania szerszych niż dotychczas danych na temat AFI. W regulacyjnych standardach technicznych wspomniane wymogi zostaną uszczegółowione. Przekazywane informacje mają być udostępniane innym organom. Ponadto dyrektywa nałożyła na ESMA obowiązek sporządzenia sprawozdania dotyczącego zintegrowanego zbioru danych nadzorczych. Sprawozdanie to ma być poświęcone w szczególności ograniczeniu powielających się i niespójnych wymogów sprawozdawczych.

Dyrektywa zobowiązała zarządzających funduszami do powiadamiania właściwych organów w przypadku przekazywania wykonywania określonych funkcji lub usług podmiotom trzecim. Kiedy przedmiotem przekazania jest zarządzanie portfelem lub zarządzanie ryzykiem, zarządzający mają również obowiązek udostępniania stosownych informacji, m.in.: wykazu i opisu przekazanych działań; wartości aktywów funduszy, dla których zarządzanie portfelem zostało przekazane; informacji na temat monitorowania przekazanych działań i ewentualnego ich kontynuowania.

Dyrektywa umożliwi również właściwym organom wydawanie zezwolenia na wyznaczenie dla AFI depozytariusza mającego siedzibę w innym państwie członkowskim. Możliwość ta istnieje po spełnieniu określonych warunków, w tym wykazaniu braku podmiotu świadczącego usługi

depozytowe w macierzystym państwie członkowskim AFI, który byłby w stanie skutecznie zaspokoić jego potrzeby z uwzględnieniem jego strategii inwestycyjnej. W przypadku wyznaczenia takiego depozytariusza ma on obowiązek udostępniania informacji nie tylko właściwym dla siebie organom, lecz także właściwym organom dla ZAFI oraz AFI.

Dyrektywa ustanowiła również jednolite przepisy dla alternatywnych funduszy inwestycyjnych, które udzielają pożyczek. Celem wprowadzenia tych zasad było wspieranie innych niż tradycyjne źródła finansowania przedsiębiorstw, zapewnienie jednakowego poziomu ochrony inwestorów oraz ograniczenie potencjalnego ryzyka dla stabilności finansowej. Aby ograniczyć niedopasowanie płynności, AFI udzielające pożyczek powinny przyjąć formę funduszu zamkniętego, chyba że podmiot spełni określone wymagania, które zostaną sprecyzowane w regulacyjnych standardach technicznych. Fundusze te zostały również objęte ograniczeniami dźwigni, a także limitami ekspozycji na pojedynczych pożyczkobiorców będących instytucjami finansowymi. Dyrektywa wprowadziła ponadto zakaz udzielania pożyczek z zamiarem ich odsprzedaży jako strategii inwestycyjnej. Dodatkowo, fundusze mają obowiązek zatrzymać 5% wartości referencyjnej każdej pożyczki przekazanej osobom trzecim. Zarządzający AFI, które udzielają pożyczek, zostali ponadto zobowiązani do wdrożenia zasad oceny ryzyka kredytowego oraz zarządzania portfelem kredytowym i jego monitorowania.

Dodatkowo, dyrektywa zobowiązała ESMA do przygotowania sprawozdania dotyczącego kosztów związanych z działalnością funduszy inwestycyjnych. Sprawozdanie to ma zostać sporządzone w kontekście sprawiedliwego traktowania inwestorów i oceniać poziom wszelkich kosztów obciążających ich (lub zarządzających funduszami) bezpośrednio lub pośrednio, a także wyjaśniać przyczyny różnic w tym zakresie.

Dyrektywa ustanawiająca ramy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji dla ubezpieczycieli

Dyrektywa IRRD⁴¹ określiła zharmonizowane zasady w zakresie naprawy oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*resolution*) zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji oraz nałożyła na państwa członkowskie nowe wymagania w tym obszarze. Wprowadzono obowiązek sporządzania planów naprawy prewencyjnej oraz planów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (tzw. plany *resolution*). Plany naprawy prewencyjnej mają być opracowywane i okresowo aktualizowane przez zakłady, a następnie zatwierdzane przez organ nadzoru. Ich celem jest przygotowanie zakładu do samodzielnego uzdrowienia swojej sytuacji finansowej, w przypadku gdy ulegnie ona znacznemu pogorszeniu. Z kolei plany restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji mają być tworzone przez organy ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (organy *resolution*), aby zaplanować działania, jakie mogą zostać

⁴¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2025/1 z dnia 27 listopada 2024 r. w sprawie ustanowienia ram na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji oraz zmieniająca dyrektywy 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2007/36/WE, 2014/59/UE i (UE) 2017/1132 oraz rozporządzenia (UE) nr 1094/2010, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 806/2014 i (UE) 2017/1129 (Dz. Urz. UE L1 z 2025 r.).

podjęte wobec danego zakładu w przypadku wszczęcia procedury *resolution*. Organy nadzoru mają zapewnić, by w danym państwie członkowskim co najmniej 60% rynku⁴² ubezpieczeń na życie, jak również ubezpieczeń majątkowych przygotowywało plany naprawy prewencyjnej. Z kolei w każdym państwie członkowskim planami w zakresie *resolution* powinno być objęte co najmniej 40% rynku ubezpieczeń na życie oraz ubezpieczeń majątkowych. Uchwalona regulacja zobowiązała ponadto każde państwo członkowskie do wyznaczenia organu *resolution*, który będzie odpowiedzialny za planowanie oraz przeprowadzenie procedury *resolution*. Może nim być bank centralny, właściwe ministerstwo, organ nadzoru lub inny organ administracji publicznej. W przypadku umiejscowienia zadań z zakresu *resolution* w podmiocie, któremu powierzono inne funkcje, w tym nadzorcze, konieczne jest, w celu uniknięcia konfliktu interesów, zapewnienie rozdzielności i operacyjnej niezależności tych funkcji od funkcji *resolution*.

Ponadto dyrektywa określiła cele restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, warunki jej uruchomienia oraz ogólne zasady tej procedury. Celami *resolution* są:

- ochrona interesu ubezpieczających, beneficjentów umów ubezpieczenia i osób występujących z roszczeniem,
- utrzymanie stabilności finansowej,
- zapewnienie ciągłości funkcji krytycznych świadczonych przez podmioty sektora ubezpieczeń,
- ograniczenie wykorzystania środków publicznych.

Procedura *resolution* jest wszczynana, gdy jednocześnie spełnione są następujące warunki: zakład ubezpieczeń lub zakład reasekuracji znajduje się na progu upadłości bądź jest nią zagrożony; nie istnieją już żadne alternatywne środki prywatne ani nadzorcze, które mogłyby zapobiec upadłości tego podmiotu oraz gdy przeprowadzenie tej procedury leży w interesie publicznym. Kluczową zasadą tego procesu jest ponoszenie w pierwszej kolejności strat przez właścicieli, a w przypadku pozostałych wierzycieli – zgodnie z hierarchią roszczeń w standardowym postępowaniu upadłościowym. Jednocześnie wymieniana jest kadra zarządzająca i kierownicza (tj. osoby wchodzące w skład organu nadzorującego i zarządzającego oraz zajmujące kierownicze stanowiska) podmiotu poddanego *resolution*. Procedura zakłada, że żaden akcjonariusz ani wierzyciel nie może ponieść większych strat niż poniósłby, gdyby zakład był likwidowany w ramach standardowego postępowania upadłościowego (*no creditor worse off*, NCWO).

W ramach procedury *resolution* mogą być wykorzystane następujące instrumenty restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji:

- instrument wygaszania portfela przy zachowaniu wypłacalności (*solvent run-off*),
- instrument zbycia działalności,
- instrument zakładu pomostowego,

⁴² Dla zakładów ubezpieczeń na życie udział w rynku mierzony jest rezerwami techniczno-ubezpieczeniowymi brutto, a ubezpieczeń majątkowych – składką przypisaną brutto.

- instrument wydzielenia aktywów i zobowiązań,
- instrument umorzenia i konwersji (*write down and conversion*).

Dyrektywa zobowiązała państwa członkowskie do utworzenia specjalnego funduszu *resolution*, głównie dla zabezpieczenia środków na pokrycie ewentualnych różnic wynikających z poniesienia przez wierzycieli strat większych niż w przypadku standardowej upadłości. Jednocześnie pozostawiła swobodę w zakresie sposobu jego finansowania (*ex-ante* lub *ex-post*). Dyrektywa określiła również zasady współpracy między organami nadzoru i organami *resolution* z krajów macierzystych i goszczących, zarówno w zakresie planowania naprawy prewencyjnej, jak i *resolution* w odniesieniu do grup ubezpieczeniowych. Państwa członkowskie mają czas na implementację dyrektywy do 29 stycznia 2027 r., a stosowanie przepisów ma się rozpocząć 30 stycznia 2027 r.

Nowelizacja dyrektywy Wyłacalność II

Dyrektywa 2025/2⁴³ wprowadziła zmiany w dyrektywie Wyłacalność II⁴⁴ regulującej wymogi ostrożnościowe w europejskim sektorze ubezpieczeń. Podstawowym celem tych modyfikacji było stworzenie zachęt dla sektora ubezpieczeń do zwiększenia finansowania przedsiębiorstw w długim okresie, wsparcie zrównoważonego rozwoju oraz pogłębienie unii rynków kapitałowych (*Capital Markets Union* – CMU). Aby uniknąć nadmiernego obciążania zakładów, wprowadzono uproszczenia w korzystaniu z zasady proporcjonalności dla podmiotów, dla których spełnienie wymogów dyrektywy Wyłacalność II było zbyt kosztowne w relacji do ryzyka wynikającego z ich działalności. Ponadto zmiany objęły obszar zarządzania ryzykiem płynności, proces własnej oceny ryzyka i wyłacalności oraz raportowanie.

Nowe wymogi regulacyjne zmniejszyły obciążenia kapitałowe zakładów ubezpieczeń inwestujących długoterminowo w instrumenty udziałowe przedsiębiorstw. Ponadto, w celu ograniczenia wyprzedaży akcji w okresie zaburzeń na rynkach finansowych zwiększone zostało symetryczne dostosowanie łagodzące wpływ spadku cen akcji na wyłacalność zakładu ubezpieczeń. Zmiany w sposobie kalkulacji marginesu ryzyka, czyli obniżenie kosztu pozyskania kapitału oraz zmniejszenie parametrów dotyczących kalkulacji zobowiązań długoterminowych, wpłyną na obniżenie wartości rezerw techniczno-ubebezpieczeniowych, co spowoduje zwiększenie środków własnych zakładów ubezpieczeń. Ponadto dyrektywa wprowadziła zmiany w zakresie wyznaczania wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka stopy procentowej, uwzględniające większe spadki dla niskich i ujemnych stóp procentowych.

⁴³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2025/2 z dnia 27 listopada 2024 r. w sprawie zmiany dyrektywy 2009/138/WE w odniesieniu do proporcjonalności, jakości nadzoru, sprawozdawczości, środków dotyczących gwarancji długoterminowych, narzędzi makroostrożnościowych, ryzyk dla zrównoważonego rozwoju oraz nadzoru nad grupą i nadzoru transgranicznego, a także w sprawie zmiany dyrektyw 2002/87/WE i 2013/34/UE (Dz. Urz. UE L2 z 2025 r.).

⁴⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE L335 z 2009 r., s. 1).

W omawianej dyrektywie rozszerzono stosowanie zasady proporcjonalności przez wprowadzenie definicji małych i niezłożonych zakładów ubezpieczeń. Podmioty po spełnieniu określonych kryteriów dotyczących składki, wysokości rezerw, profilu ryzyka i wypłacalności, a także po zatwierdzeniu przez organ nadzoru, będą mogły automatycznie korzystać z uproszczeń w zakresie sprawozdawczości, ujawniania informacji, obliczania rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, własnej oceny ryzyka i wypłacalności oraz planu zarządzania ryzykiem płynności. Dla instytucji niespełniających definicji małych i niezłożonych zakładów przewidziano możliwość stosowania tych uproszczeń na podstawie indywidualnej decyzji organu nadzoru.

W zakresie zarządzania ryzykiem płynności na zakłady ubezpieczeń nałożono obowiązek sporządzania planów płynności mających na celu zapewnienie w każdej sytuacji odpowiednich środków na finansowanie zobowiązań zakładu. Z kolei organy nadzoru uzyskały uprawnienia do reagowania na istotne zagrożenia płynnościowe przez możliwość nakazania ograniczenia wypłat zakładom ubezpieczeń na rzecz akcjonariuszy, zawieszenia lub ograniczenia zmiennych składników wynagrodzenia kadry zarządzającej i kierowniczej, a w szczególnych przypadkach zawieszenia praw do wykupu ubezpieczeń na życie. W ramach systemu zarządzania ryzykiem zakłady zostały zobligowane do uwzględniania wpływu ryzyka zrównoważonego rozwoju oraz cyberryzyka na działalność podmiotu. Wprowadzono również obowiązek analizowania wpływu czynników makroekonomicznych oraz zmian klimatu w ramach własnej oceny ryzyka i wypłacalności. Dyrektywa nałożyła także wymogi na członków organów zarządzających dotyczących wiedzy, doświadczenia, umiejętności oraz niekaralności, a także zobowiązała do stosowania polityki promowania różnorodności, w tym związanej z równowagą płci. Państwa członkowskie mają czas na implementację do 29 stycznia 2027 r., a stosowanie tych przepisów ma się odbywać od 30 stycznia 2027 r.

Rozporządzenie EBC w sprawie danych statystycznych dotyczących funduszy inwestycyjnych

Rozporządzenie⁴⁵ określa zmodyfikowane zasady sprawozdawczości dla funduszy inwestycyjnych z siedzibą w krajach strefy euro. Jednocześnie państwa członkowskie niebędące członkami strefy euro powinny wdrożyć wszelkie środki, które uznają za stosowne, w celu gromadzenia danych niezbędnych do spełniania wymogów statystycznych Europejskiego Banku Centralnego.

Regulacja ta rozszerza obowiązki sprawozdawcze objętych nią podmiotów m.in. o dodatkowe zagregowane podziały aktywów i pasywów, nowe klasyfikacje funduszy inwestycyjnych, bardziej szczegółowe dane o papierach wartościowych nieposiadających publicznie dostępnych kodów identyfikacyjnych, czy też dane o opłatach uiszczanych przez uczestników na rzecz funduszy inwestycyjnych. Omawiany akt prawny nakłada również wymóg raportowania większości

⁴⁵ Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2024/1988 z dnia 27 czerwca 2024 r. w sprawie danych statystycznych dotyczących funduszy inwestycyjnych oraz uchylające decyzję (UE) 2015/32 (EBC/2014/62) (EBC/2024/17), (Dz. Urz. UE L1988 z 2024).

danych z częstotliwością miesięczną. Przepisy niniejszego rozporządzenia należy stosować od 1 grudnia 2025 r.⁴⁶

2.2.3. Regulacje dotyczące rynków finansowych i infrastruktury

Rewizja pakietu MiFID II/MiFIR

W ramach tzw. pakietu MiFID III/MiFIR II za pomocą rozporządzenia⁴⁷ i dyrektywy⁴⁸ znowelizowano regulacje unijne w sprawie rynków instrumentów finansowych. Głównym celem wprowadzanych zmian było zwiększenie poziomu przejrzystości i konkurencyjności rynków kapitałowych UE, co wpisuje się w szerszy zakres działań mających na celu stworzenie CMU. Przepisy rozporządzenia należy stosować od końca marca 2024 r., natomiast termin na implementację dyrektywy mija pod koniec września 2025 r.

W dotychczasowym stanie prawnym żaden podmiot nie był zainteresowany prowadzeniem działalności komercyjnej jako dostawca informacji skonsolidowanych (*consolidated tape provider* – CTP), wobec czego istotnie zmieniono przepisy określające zasady pełnienia tej funkcji. Obecnie przewiduje się funkcjonowanie dla każdej klasy aktywów (obligacji, akcji i funduszy ETF, instrumentów pochodnych OTC) pojedynczych CTP, których celem jest zbieranie i konsolidacja danych o cenach i wolumenach transakcji poszczególnymi instrumentami finansowymi, a następnie odpłatne udostępnianie tych danych w czasie rzeczywistym. Aby ułatwić prowadzenie tej działalności, wprowadzono m.in. wymóg nieodpłatnego przekazywania CTP ujednoliconych informacji transakcyjnych przez systemy obrotu i zatwierdzone podmioty publikujące (*approved publication arrangement* – APA) oraz zwolnienie CTP z obowiązku bezpłatnego udostępniania danych rynkowych po upływie 15 minut. Równolegle unijny prawodawca zapewnił inwestorom detalicznym oraz krajowym organom nadzoru nieodpłatny dostęp do informacji udostępnianych przez CTP.

W rewizji regulacji MiFID II/MiFIR zawarto szereg modyfikacji zasad przejrzystości przed- i potransakcyjnej. Do najważniejszych należy zaliczyć objęcie tymi zasadami instrumentów pochodnych OTC podlegających obowiązkowi centralnego rozliczania oraz zniesienie wymogu publikowania wiążących kwotowań dla obligacji i instrumentów pochodnych przez podmioty systematycznie internalizujące transakcje (*systematic internaliser* – SI). Jednocześnie ograniczono

⁴⁶ Z wyjątkiem art. 10 dotyczącego możliwości przyznawania funduszom inwestycyjnym przez właściwe banki centralne państw strefy euro wyłączeń od spełniania niektórych wymogów sprawozdawczości, który ma zastosowanie od 12 sierpnia 2024 r.

⁴⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/791 z dnia 28 lutego 2024 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do zwiększenia przejrzystości danych, usuwania przeszkód w powstawaniu systemów publikacji informacji skonsolidowanych, optymalizacji obowiązków obrotu oraz zakazu otrzymywania płatności za przepływ zleceń (Dz. Urz. UE L791 z 2024 r.).

⁴⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/790 z dnia 28 lutego 2024 r. zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz. Urz. UE L790 z 2024 r.).

obowiązek funkcjonowania firm inwestycyjnych w reżimie SI do działalności związanej z instrumentami udziałowymi oraz zastąpiono ilościowe progi kwalifikacji do tego reżimu kryteriami jakościowymi. Wprowadzono status wyznaczonego podmiotu publikującego (*designated publishing entity* – DPE), ułatwiający firmom inwestycyjnym podawanie informacji o transakcjach do wiadomości publicznej. Zniesiono również wymóg publikowania przez firmy inwestycyjne i systemy obrotu szczegółowych raportów związanych z zasadą najlepszej realizacji zleceń dla klienta (*best execution*).

Poza tym pakiet MiFID III/MiFIR II uprościł wyznaczanie limitu obrotu instrumentami udziałowymi z wyłączeniem zasad przejrzystości przedtransakcyjnej (*dark pools*). Dotychczasowy mechanizm podwójnego pułapu został zastąpiony pojedynczym progiem na poziomie 7% całkowitej wartości obrotu danym instrumentem na rynkach UE. Wprowadzono nową przesłankę wstrzymania lub ograniczenia obrotu instrumentami finansowymi w sytuacjach nadzwyczajnych oraz wymóg podania do wiadomości publicznej okoliczności prowadzących do takich działań. Zakazano także przyjmowania przez firmy inwestycyjne zapłaty za przekazywanie zleceń klientów detalicznych, jako praktyki sprzecznej z zasadą *best execution*.

Pakiet Listing act

Pakiet Listing act, składający się z dwóch dyrektyw⁴⁹ i rozporządzenia⁵⁰, stanowi kolejny krok w stronę ściślejszej integracji w ramach CMU. Głównym celem przyjętych regulacji było uatrakcyjnienie rynków kapitałowych UE jako źródła finansowania dla przedsiębiorstw, w szczególności małych i średnich (MSP). W ramach pakietu przewidziano uchylenie dyrektywy 2001/34/WE⁵¹ oraz zmiany w rozporządzeniu prospektowym⁵², rozporządzeniu MAR⁵³

⁴⁹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2810 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu (Dz. Urz. UE L2810 z 2024 r.) oraz Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2811 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany dyrektywy 2014/65/UE w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek i ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału oraz uchylenia dyrektywy 2001/34/WE (Dz. Urz. UE L2811 z 2024 r.).

⁵⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2809 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) 2017/1129, (UE) nr 596/2014 i (UE) nr 600/2014 w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału (Dz. Urz. UE L2809 z 2024 r.).

⁵¹ Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz. Urz. UE L184 z 2001 r., s. 1 z późn. zm.).

⁵² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L168 z 2017 r., s. 12 z późn. zm.).

⁵³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 1 z późn. zm.).

i regulacjach MiFID II/MiFIR⁵⁴. Nowe przepisy należy stosować, w zależności od przyjętego okresu przejściowego, od grudnia 2024 r. albo marca, czerwca bądź grudnia 2026 r.

W ramach nowelizacji rozporządzenia prospektowego zwiększono do 12 mld euro próg wartości oferty publicznej, poniżej którego publikacja prospektu emisyjnego nie jest wymagana, z możliwością jego dyskrecjonalnego obniżenia przez państwa członkowskie do 5 mld euro. Ponadto podniesiono próg ilościowy w przypadku dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych tożsamy z już notowanymi na danym rynku (z 20% do 30% ich liczby), poniżej którego nie wymaga się sporządzenia prospektu. Jednocześnie wprowadzono analogiczny próg dla ofert publicznych. Przewidziano także nowy wyjątek od obowiązku publikacji prospektu (dla oferty publicznej i dopuszczenia do obrotu) dla papierów wartościowych notowanych nieprzerwanie od co najmniej 18 miesięcy na danym rynku. W przypadku nowych zwolnień prospektowych emitenci powinni opublikować krótki (maksymalnie 11 stron) dokument informacyjny, niewymagający zatwierdzenia przez organ nadzoru. Dotychczasowe uproszczone dokumenty informacyjne zastąpiono nowymi, prospektem UE na rzecz kontynuacji oraz prospektem UE na rzecz emisji dla rozwoju, mającymi głównie zastosowanie w przypadku, odpowiednio, ofert wtórnych oraz MSP. Wprowadzono limity stron dla prospektów sporządzonych dla akcji oraz zwiększono zakres standaryzacji dokumentów wymaganych rozporządzeniem.

W rozporządzeniu MAR doprecyzowano przypadki, w których dopuszczone jest opóźnianie publikacji informacji niejawnych przez emitentów papierów wartościowych. Ponadto ograniczono wymogi informacyjne związane z programami skupu akcji własnych oraz dotyczące pośrednich etapów długotrwałych procesów biznesowych, takich jak fuzje czy przejęcia. Liberalizacja przepisów dotyczyła również transakcji zawieranych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze (*insiders*). Próg wartości, powyżej którego takie transakcje wymagają raportowania, zwiększono z 5 do 20 tysięcy euro na rok kalendarzowy. Krajowe organy nadzoru mogą jednak ustalić ten próg niżej (minimalnie 10 tysięcy euro) lub wyżej (maksymalnie 50 tysięcy euro), jeśli uzasadnia to charakterystyka danego rynku.

W regulacjach MiFID II/MiFIR zmieniono przepisy odnoszące się do przyjmowania opłat przez firmy inwestycyjne za raporty analityczne (*research*). Umożliwiono łączenie ich z prowizjami maklerskimi, co wcześniej było możliwe jedynie w przypadku materiałów dotyczących emitentów o kapitalizacji rynkowej poniżej 1 mld euro. Jednocześnie zobowiązano ESMA do opracowania unijnego kodeksu postępowania mającego zastosowanie do raportów analitycznych sponsorowanych przez emitentów. Obniżono również z 25% do 10% minimalny poziom *free float*

⁵⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349 z późn. zm.) oraz Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 84 z późn. zm.).

wymagany w przypadku ubiegania się o dopuszczenie akcji do obrotu na rynku regulowanym. Nowością jest również możliwość wprowadzania do obrotu w ASO akcji uprzywilejowanych co do głosu.

Nowelizacja rozporządzenia EMIR

Nowelizacja rozporządzenia EMIR⁵⁵ określana jako EMIR 3.0⁵⁶ miała na celu m.in. ograniczenie ryzyka wynikającego z nadmiernej zależności uczestników rynku finansowego UE od systemowo ważnych CCP z państw trzecich (tzw. Tier II CCP⁵⁷) i ryzyka związanego z istotnymi ekspozycjami podmiotów z UE wobec tych CCP. W zmienionym rozporządzeniu dla podmiotów objętych obowiązkiem centralnego rozliczania instrumentów pochodnych w UE i jednocześnie posiadających ekspozycje wobec CCP z państw trzecich wprowadzono wymóg utrzymywania aktywnego rachunku (*active account requirement, AAR*) w jednym z CCP z siedzibą w UE. Ma to przyczynić się do przenoszenia części aktywności na rynku usług rozliczeniowych do unijnych izb rozliczeniowych. AAR objęto wszystkie kategorie instrumentów pochodnych podlegających obowiązkowi centralnego rozliczania, które zostały zidentyfikowane jako mające istotne znaczenie systemowe dla UE lub dla co najmniej jednego z jej państw członkowskich⁵⁸. Zgodnie z art. 7a ust. 6 rozporządzenia EMIR są to:

- instrumenty pochodne OTC stopy procentowej OTC nominowane w złotych,
- instrumenty pochodne OTC stopy procentowej OTC nominowane w euro,
- instrumenty pochodne krótkoterminowej stopy procentowej nominowane w euro (tzw. kontrakty STIR).

Transakcje rozliczane z wykorzystaniem aktywnego rachunku muszą spełniać zasadę reprezentatywności tj. odzwierciedlać strukturę portfela instrumentów pochodnych podmiotu podlegającego AAR w danym okresie, według podziału na klasy instrumentów pochodnych, terminy zapadalności i wielkość transakcji. W regulacyjnych standardach technicznych KE określi do pięciu najistotniejszych, tj. obejmujących największą liczbę transakcji w okresie odniesienia, podkategorii dla każdej klasy kontraktów pochodnych, które mają być reprezentowane na aktywnym rachunku. Podkategorię tworzy kombinacja określonej klasy instrumentu pochodnego, przedziału terminów zapadalności oraz przedziału wielkości transakcji (przykładową podkategorią mogłyby być np. transakcje *fixed-to-float* IRS nominowane w euro o terminie zapadalności do 5 lat i wartości nominalnej nieprzekraczającej 25 mln euro). Z wymogów

⁵⁵ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. Urz. UE L201 z 2012 r., s. 1 z późn. zm.).

⁵⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2987 z dnia 27 listopada 2024 r. zmieniające rozporządzenia (UE) nr 648/2012, (UE) nr 575/2013 i (UE) 2017/1131 w zakresie środków mających na celu ograniczenie nadmiernych ekspozycji wobec kontrahentów centralnych z państw trzecich oraz zwiększenie efektywności unijnych rynków usług rozliczeniowych (Dz. Urz. UE L2987 z 2024 r.).

⁵⁷ Są to CCP uznani przez ESMA za podmioty mające lub mogące mieć znaczenie dla stabilności finansowej UE lub co najmniej jednego z jej państw członkowskich.

⁵⁸ W rozumieniu art. 25 ust. 2c rozporządzenia EMIR.

dotyczących utrzymywania aktywnego rachunku oraz niektórych obowiązków informacyjnych z tym związanych zwolniono podmioty, które rozliczają co najmniej 85% swoich transakcji instrumentami pochodnymi należącymi do wspomnianych kategorii objętych AAR w CCP z siedzibą w UE.

W znowelizowanym rozporządzeniu EMIR przewidziano uproszczenie procesu udzielania CCP zezwolenia na rozszerzenie zakresu świadczonych usług oraz walidacji zmian modeli i parametrów przyjętych przez CCP do obliczania wymogów dotyczących depozytów zabezpieczających i innych mechanizmów kontroli ryzyka. Wprowadzono tzw. przyspieszoną procedurę przeprowadzania postępowań dotyczących takich wniosków. W pierwszym przypadku organ nadzoru nie będzie zobowiązany do uzyskania opinii ESMA i kolegium nadzorczego⁵⁹, co ma usprawnić proces uzyskania zezwolenia. Jeżeli CCP będzie chciał skorzystać z procedury przyspieszonej, to m.in. musi wykazać we wniosku przedłożonym do właściwego organu nadzoru, że dodatkowe usługi nie zwiększą istotnie ryzyka, na które narażona jest izba rozliczeniowa. CCP może także rozszerzyć zakres usług rozliczeniowych bez konieczności ubiegania się o zezwolenie na rozszerzenie zakresu usług, pod warunkiem, że nowe usługi nie będą miały istotnego wpływu na jego profil ryzyka (w szczególności mają bardzo podobną specyfikę do tych usług, na których świadczenie izba rozliczeniowa posiada już zezwolenie). W akcie delegowanym do rozporządzenia EMIR zostaną uszczegółowione warunki skorzystania przez CCP z przyspieszonej procedury oraz możliwości wyłączenia z obowiązku uzyskania wspomnianego zezwolenia.

W ramach procedury uproszczonej CCP właściwy organ i ESMA mogą dokonać walidacji zmian w modelach i parametrach wyznaczania depozytów zabezpieczających pod warunkiem, że zmiany te są nieistotne⁶⁰. Zgodnie z nowymi przepisami nie będzie wymagało także walidacji wprowadzenie przez CCP niewielkich zmian w parametrach do wcześniej zatwierdzonego modelu.

Rozwiązania przyjęte w nowelizacji rozporządzenia EMIR zwiększyły rolę organów unijnych w sprawowaniu nadzoru nad CCP. W celu identyfikacji potencjalnych zagrożeń dla stabilności finansowej upoważniono ESMA do utworzenia Wspólnego Mechanizmu Monitorowania (*Joint Monitoring Mechanism*, JMM). Członkami JMM są przedstawiciele ESMA (który zarazem przewodniczy), EBA, EIOPA, ESRB, EBC, SSM oraz banków centralnych emitujących waluty inne niż euro⁶¹, w których nominowane są instrumenty pochodne należące do kategorii zidentyfikowanych jako mające istotne znaczenie systemowe. Ponadto w charakterze

⁵⁹ ESMA i członkowie kolegium powinni przekazać organowi właściwemu dla CCP wkład do oceny, czy wniosek CCP o rozszerzenie zakresu usług rozliczeniowych kwalifikuje się do procedury przyspieszonej.

⁶⁰ Istotne zmiany podlegają, przed ich przyjęciem przez CCP, dotychczasowej procedurze zatwierdzenia przez ESMA i krajowy organ nadzoru z udziałem kolegium nadzorczego.

⁶¹ Przedstawiciele NBP również są członkami JMM, bowiem kategorie instrumentów pochodnych podlegających obowiązkowi centralnego rozliczania, które zostały zidentyfikowane jako mające istotne znaczenie systemowe dla UE lub dla co najmniej jednego z jej państw członkowskich, obejmują instrumenty nominowane w złotych.

obserwatorów w pracach JMM będą mogły uczestniczyć inne banki centralne ESBC oraz właściwe organy nadzoru z UE. Do zadań JMM należy m.in.:

- monitorowanie wdrażania AAR, z uwzględnieniem postępów w ograniczaniu przez kontrahentów z UE nadmiernych ekspozycji na CCP z państw trzecich, które wynikają z aktywności na rynku nominowanych w euro i złotych instrumentów pochodnych stopy procentowej, a także wpływu tych ekspozycji na stabilność finansową,
- ocena zmian dotyczących oferty CCP z UE, w tym w zakresie *client clearing*,
- współpraca z innymi organami unijnymi w zakresie opracowywania ocen odporności CCP, członków rozliczających i klientów,
- określanie ryzyka koncentracji, w szczególności w obszarze rozliczeń klientów,
- monitorowanie skuteczności środków mających na celu zwiększenie atrakcyjności CCP z UE.

Ponadto ESMA na podstawie informacji otrzymanych w ramach JMM może wszcząć postępowanie w sprawie naruszenia prawa UE, jeżeli:

- uzna, że krajowe organy nadzoru nie zapewniają przestrzegania przez członków rozliczających i klientów wymogu rozliczania określonej liczby transakcji instrumentami pochodnymi na aktywnych rachunkach prowadzonych przez CCP z UE lub
- stwierdzi wystąpienie zagrożenia dla stabilności finansowej UE wynikającego z naruszenia lub niestosowania prawa unijnego.

Przepisy rozporządzenia EMIR 3.0 wprowadziły zasadę współprzewodnictwa w pracach kolegiów nadzorczych. Przed nowelizacją kolegium było zarządzane wyłącznie przez krajowy organ nadzoru. Po zmianie przepisów pracom w tym kolegium współprzewodniczą właściwy organ nadzoru oraz niezależny członek komitetu nadzorczego ds. CCP ustanowionego przez ESMA. Współprzewodniczący podejmują m.in. wspólnie decyzje o terminach posiedzeń kolegium i porządku ich obrad

Nowe przepisy upoważniły ESMA do wydawania opinii, skierowanych do właściwych organów nadzoru, w zakresie cofnięcia zezwolenia udzielonego CCP, przeglądu działalności i oceny CCP oraz wymogów dotyczących depozytów zabezpieczających i uczestników. W przypadku niezastosowania się do tych opinii⁶² organy nadzoru muszą przedłożyć do ESMA odpowiednie wyjaśnienia. Zgodnie z przyjętymi rozwiązaniami ESMA może wnioskować o udział w kontrolach CCP przeprowadzanych przez właściwe organy nadzoru oraz otrzymywania istotnych informacji związanych z tymi kontrolami.

⁶² W przypadku, gdy właściwy organ nadzoru nie zastosuje się lub nie zamierza zastosować się do zaleceń zawartych w opinii, ESMA powinien poinformować Radę Organów Nadzoru ESMA oraz przedstawić wskazane przez krajowy organ nadzoru powody niedostosowania się do wydanej opinii.

Najważniejsze pozostałe zmiany względem obowiązujących przepisów EMIR obejmują m.in.:

- wprowadzenie dla członków rozliczających obowiązku informowania swoich klientów o sposobie działania modeli depozytów zabezpieczających, w szczególności w sytuacji zaburzeń na rynkach finansowych (w skrajnych warunkach), i wynikającej z tego możliwości wezwania klientów do wniesienia dodatkowych depozytów zabezpieczających,
- zobowiązanie członków rozliczających do przekazywania klientom informacji o możliwości kierowania do rozliczenia transakcji instrumentami pochodnymi do CCP z UE oraz o wszystkich związanych z tym kosztach i opłatach,
- wprowadzenie wymogu dla podmiotów finansowych, aby do obliczania progów rozliczeniowych (*clearing thresholds*), których przekroczenie wiąże się z obowiązkiem centralnego rozliczenia, uwzględniać wyłącznie transakcje nierozliczane centralnie,
- zwolnienie z obowiązku centralnego rozliczania transakcji wynikających z przeprowadzonej kompresji portfela instrumentów pochodnych,
- określenie zasad przyjmowania gwarancji banków publicznych i komercyjnych, które mogą być uznawane przez CCP jako zabezpieczenie,
- powierzenie ESMA utworzenia elektronicznej centralnej bazy danych, zawierającej informacje dla właściwych organów nadzoru oraz kolegów nadzorczych na temat prowadzonych przez ten organ postępowań nadzorczych.

Rozporządzenie delegowane do regulacji EMIR

W styczniu 2024 r. przyjęto akt delegowany, aktualizujący listę instrumentów pochodnych stopy procentowej OTC, które podlegają obowiązkowi centralnego rozliczenia, w związku z przeprowadzaną w niektórych jurysdykcjach reformą wskaźników referencyjnych. Zgodnie z tymi przepisami rozporządzenia od lutego 2024 r. wspomnianym wymogiem zostały objęte nominowane w dolarach amerykańskich transakcje OIS bazujące na indeksie SOFR o pierwotnych terminach zapadalności od 7 dni do 50 lat oraz nominowane w jenach japońskich transakcje OIS bazujące na indeksie TONA o pierwotnych terminach zapadalności od 7 dni do 30 lat.

Akty delegowane i wykonawcze do rozporządzenia MiCA

W 2024 r. zostało przyjętych dziewięć aktów delegowanych i wykonawczych KE do rozporządzenia MiCA⁶³. Dotyczyły one szczegółowych lub technicznych kwestii związanych przede wszystkim z dokumentem informacyjnym dla kryptoaktywów (*white paper*), obowiązkami raportowymi i sprawozdawczymi emitentów kryptoaktywów, klasyfikowaniem tokenów ART (*asset-referenced token*) i EMT (*e-money token*) jako znaczących oraz sprawowaniem nadzoru nad tym rynkiem (w tym kompetencji EBA i ESMA).

⁶³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2023/1114 z dnia 31 maja 2023 r. w sprawie rynków kryptoaktywów oraz zmiany rozporządzeń (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 1095/2010 oraz dyrektyw 2013/36/UE i (UE) 2019/1937 (Dz. Urz. UE L150 z 2023 r., s. 40 z późn. zm.).

Rozporządzenie delegowane do regulacji IFR

W marcu 2024 r. KE przyjęła akt delegowany⁶⁴ określający zakres i metody konsolidacji ostrożnościowej grupy firm inwestycyjnych. Dla zapewnienia, proporcjonalności i technicznej spójności ram konsolidacji doprecyzowano wymogi dotyczące: zakresu, metod konsolidacji ostrożnościowej (ze wskazaniem przesłanek wyłączenia z konsolidacji małych podmiotów); rozwiązań w zakresie ujmowania udziałów mniejszości; sposobu konsolidacji wymogów w zakresie funduszy własnych; wyliczania stałego minimalnego wymogu kapitałowego oraz skonsolidowanego wymogu współczynnika K⁶⁵.

⁶⁴ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2024/1771 z dnia 13 marca 2024 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2033 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych określających szczegóły dotyczące zakresu i metod konsolidacji ostrożnościowej grupy firm inwestycyjnych (Dz. Urz. UE L1771 z 2024 r.).

⁶⁵ System współczynników (tzw. *K-factors*) został stworzony na potrzeby wyznaczania wymogów kapitałowych firm inwestycyjnych innych niż systemowo istotne. Szerzej na ten temat w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2017 r.*, NBP, Warszawa 2018, s. 52–53.

3. Infrastruktura systemu finansowego

Na infrastrukturę systemu finansowego składają się instytucje i systemy umożliwiające dokonywanie płatności, organizujące obrót instrumentami finansowymi oraz zapewniające rozliczanie i rozrachunek zawartych transakcji. Istotnymi elementami infrastruktury są instytucje poprawiające przejrzystość informacyjną oraz systemy zapewniające ochronę uczestnikom rynku. Ważną rolę odgrywają również podmioty regulujące funkcjonowanie systemu finansowego i nadzorujące. W niniejszym rozdziale przedstawiono najważniejsze zmiany dotyczące infrastruktury systemu finansowego w Polsce, jakie nastąpiły w 2024 r.

3.1. Instytucje regulujące i nadzorcze

Instytucjami regulującymi i nadzorującymi funkcjonowanie systemu finansowego w Polsce są w szczególności: Ministerstwo Finansów (MF), Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) oraz Narodowy Bank Polski (NBP). Od początku 2024 r. KNF sprawuje nadzór nad działalnością firm pożyczkowych. Jednocześnie podmioty te zobowiązano do przekazywania kwartalnych informacji o wspomnianej działalności do organu nadzoru.

MF, KNF, NBP oraz Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG) tworzą sieć bezpieczeństwa finansowego i współpracują w ramach Komitetu Stabilności Finansowej (KSF), który jest organem nadzoru makroostrożnościowego oraz zarządzania kryzysowego w polskim systemie finansowym. Komitet Stabilności Finansowej w formule makroostrożnościowej odbył w 2024 r. cztery cykliczne posiedzenia⁶⁶. Jego prace koncentrowały się na analizie źródeł ryzyka w krajowym systemie finansowym, ich identyfikacji, klasyfikacji i ocenie, zgodnie z którą natężenie ryzyka systemowego systematycznie malało. W porównaniu z sytuacją z roku poprzedniego lista słabych punktów została ograniczona o ryzyko obniżonych nadwyżek kapitałowych. Pozostały na niej natomiast:

- ryzyko prawne związane z walutowymi kredytami mieszkaniowymi,
- ryzyko geopolityczne,
- ryzyko podważania wskaźnika WIBOR,
- ryzyko na rynku nieruchomości mieszkaniowych.

W całym roku KSF nie zidentyfikował źródeł ryzyka, które stanowiłyby bezpośrednie zagrożenie dla stabilności finansowej. W 2024 r. KSF przyjął nową strategię stosowania antycyklicznego bufora kapitałowego w Polsce⁶⁷, wprowadzającą koncepcję dodatniego neutralnego poziomu

⁶⁶ Szerzej na temat tych prac w *Informacji rocznej o działalności Komitetu Stabilności Finansowej w zakresie nadzoru makroostrożnościowego w 2024 r.*, Warszawa 2025.

⁶⁷ *Strategia stosowania bufora antycyklicznego w Polsce*, materiał na posiedzenie Komitetu Stabilności Finansowej, Warszawa, marzec 2024 r.

bufora antycyklicznego. W czerwcu zarekomendowano wprowadzenie tego bufora na docelowym poziomie 2%. Minister Finansów przyjął tę rekomendację KSF. W związku z wprowadzeniem w rozporządzeniu CRR III nowych rozwiązań dotyczących wag ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach KSF zarekomendował uchylenie krajowych przepisów w tym zakresie. Minister Finansów w drodze rozporządzenia⁶⁸ przychylił się do tej rekomendacji. Ponadto w 2024 r. odbyły się trzy posiedzenia KSF w formule zarządzania kryzysowego, na których omawiano sytuację ekonomiczno-finansową banków komercyjnych oraz SKOK-ów.

BFG organizuje obowiązkowy system gwarantowania depozytów oraz pełni funkcję organu przymusowej restrukturyzacji dla krajowych banków, SKOK-ów, firm inwestycyjnych oraz KDPW_CCP. W związku z tym przewodniczy pracom kolegium utworzonego na mocy rozporządzenia CCPRRR w celu realizacji zadań określonych w tej regulacji.

W 2024 r. BFG kontynuował proces sprzedaży VeloBank SA – banku pomostowego utworzonego w ramach przymusowej restrukturyzacji Getin Noble Banku SA. Ostateczna umowa sprzedaży została podpisana przez BFG 1 sierpnia 2024 r., w wyniku czego 100% akcji VeloBank SA zostało nabyte przez Promontoria Holding 418 B.V.⁶⁹, EBOR oraz IFC⁷⁰. Po zamknięciu transakcji VeloBank SA przestał być instytucją pomostową i stał się bankiem krajowym⁷¹. Wraz ze wspomnianą sprzedażą zakończony został proces przymusowej restrukturyzacji Getin Noble Banku SA.

W 2024 r., podobnie jak rok wcześniej, Rada BFG zadecydowała o braku konieczności wnoszenia składek na fundusz gwarantowania depozytów dla banków⁷². Zgromadzone środki na tym funduszu nadal przekraczały poziom docelowy wyznaczony przez Radę BFG.

⁶⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 listopada 2024 r. uchylające rozporządzenie w sprawie wyższej wagi ryzyka dla ekspozycji zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach (Dz.U. z 2024 r., poz. 1723).

⁶⁹ Podmiot pośrednio należący do funduszy zarządzanych przez Cerberus Capital Management.

⁷⁰ Część grupy Banku Światowego.

⁷¹ Informacja o sprzedaży 100% akcji VeloBank SA dostępna na stronie <https://www.bfg.pl/>.

⁷² Wysokość łącznych kwot składek na 2024 r. dostępna na stronie <https://www.bfg.pl/>.

3.2. System płatniczy

W 2024 r. na polskim rynku funkcjonowało sześć systemów płatności w złotych: SORBNET2, Elixir, Express Elixir, BlueCash, BLIK i Krajowy System Rozliczeń (KSR), jak również dwa systemy płatności w euro: TARGET-NBP oraz Euro Elixir. W porównaniu z 2023 r. w niemal wszystkich wymienionych systemach odnotowano wzrosty zarówno wartości, jak i liczby przetworzonych zleceń. Jedynie w przypadku systemu BlueCash spadła liczba rozliczonych płatności, na co wpływ miało obserwowane od III kwartału 2024 r. ograniczenie skali zleceń kierowanych do tego systemu przez jednego z aktywnych jego uczestników.

NBP pełni rolę regulatora systemu płatniczego, w zakresie swoich ustawowych kompetencji⁷³, oraz operatora systemu płatności wysokokwotowych SORBNET2 i gestora systemu TARGET-NBP. Bank centralny sprawuje także nadzór systemowy (*oversight*) nad systemem płatniczym⁷⁴.

3.2.1. Systemy wysokokwotowych płatności międzybankowych

System SORBNET2

W systemie SORBNET2, służącym do rozrachunku płatności wysokokwotowych w złotych, według stanu na koniec 2024 r. uczestniczyło: 45 banków, NBP, KDPW, KDPW_CCP, Krajowa Izba Rozliczeniowa (KIR) oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa (KSKOK). W analizowanym okresie zarówno wartość, jak i liczba zleceń zrealizowanych w tym systemie zwiększyły się w porównaniu z 2023 r. o, odpowiednio, 15,7% i 6,0% (wykres 3.2.1). Banki w tym czasie na większą skalę wykorzystywały kredyty udzielane przez NBP, zwłaszcza kredyt techniczny. Większa była również skala płatności z tytułu operacji z bankiem centralnym, tj. transakcji zakupu bonów pieniężnych i wykupu tych papierów dłużnych przez NBP. W 2024 r. w systemie SORBNET2 przetworzono średnio 23 751 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 26,4 mln zł. W strukturze obrotów według typów operacji dominowały rozrachunki płatności wynikających z realizacji zleceń klientów, głównie z tytułu płatności międzybankowych (wykres 3.2.2).

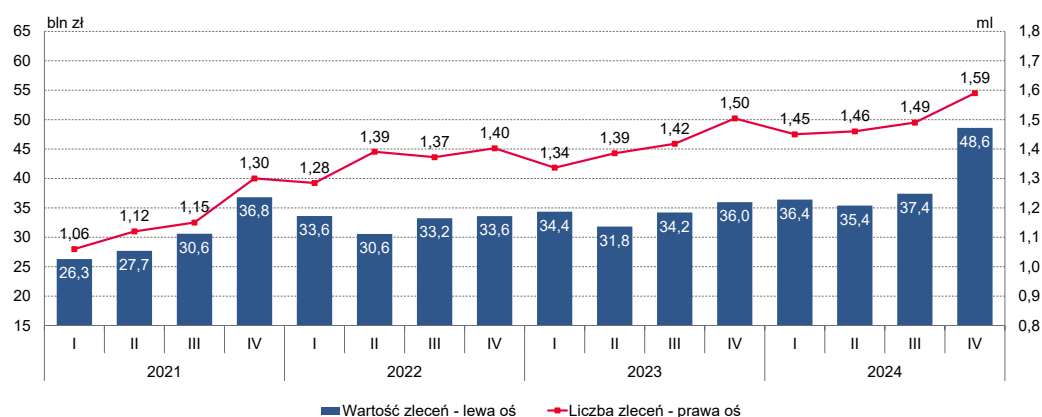
W 2024 r. trwały prace nad stworzeniem nowego systemu płatności RTGS w złotych, zastępującego system SORBNET2. System SORBNET3 ma budowę modułową i oferuje uczestnikom nowe funkcjonalności, takie jak procedury rozrachunkowe dla systemów zewnętrznych, mechanizmy zarządzania płynnością, a także nowe rozwiązania awaryjne. Przewiduje możliwość otwarcia przez uczestników wielu rachunków bieżących, w tym jednego

⁷³ Art. 3 ust. 2 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (tekst jednolity Dz.U. z 2022 r., poz. 2025).

⁷⁴ Lista systemów płatności podlegających nadzorowi systemowemu Prezesa NBP wraz z ich klasyfikacją jest dostępna na stronie internetowej NBP: <https://nbp.pl/system-platniczy/nadzor-systemowy-nad-systemem-platniczym/>.

głównego. Komunikacja w systemie SORBNET3 bazuje na sieci telekomunikacyjnej dostarczanej przez SWIFT i wykorzystuje nowy standard komunikatów płatniczych, zgodnych z normą ISO 20022.

Wykres 3.2.1. Kwartalna wartość i liczba zleceń przetworzonych w systemie SORBNET2 w latach 2021–2024



Źródło: dane NBP.

Istotne znaczenie dla funkcjonowania systemu SORBNET3 mają zmiany w dyrektywach SFD⁷⁵ i PSD2⁷⁶, wynikające z rozporządzenia IPR⁷⁷, którego przepisy weszły w życie 8 kwietnia 2024 r. Wprowadzone w regulacjach UE rozwiązania mają umożliwić instytucjom płatniczym oraz instytucjom pieniądza elektronicznego ubieganie się o uczestnictwo w tzw. wyznaczonych systemach płatności⁷⁸. Takim systemem jest m.in. RTGS dla płatności wysokokwotowych w złotych. Oznacza to, że po wejściu w życie odpowiednich przepisów krajowych wspomniane podmioty będą mogły ubiegać się o uczestnictwo w systemie SORBNET3. Dostęp instytucji płatniczej lub instytucji pieniądza elektronicznego do tego systemu będzie możliwy tylko wtedy, gdy podmioty spełnią zarówno warunki wskazane w nowym art. 35a ust. 1 dyrektywy PSD2 (dotyczące: ochrony środków pieniężnych użytkowników, korzystania z usług technologii informacyjno-komunikacyjnych, zarządzania ryzykiem i planu likwidacji na wypadek upadłości), jak i wymogi określone przez NBP jako operatora systemu (w tym techniczne i w zakresie zarządzania ryzykiem), a także zobowiążą się, że będą przestrzegały zasad obowiązujących w tym

⁷⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 98/26/WE z dnia 19 maja 1998 r. w sprawie zamknięcia rozliczeń w systemach płatności i rozrachunku papierów wartościowych (Dz. Urz. UE L166 z 1998 r., s. 45 z późn. zm.).

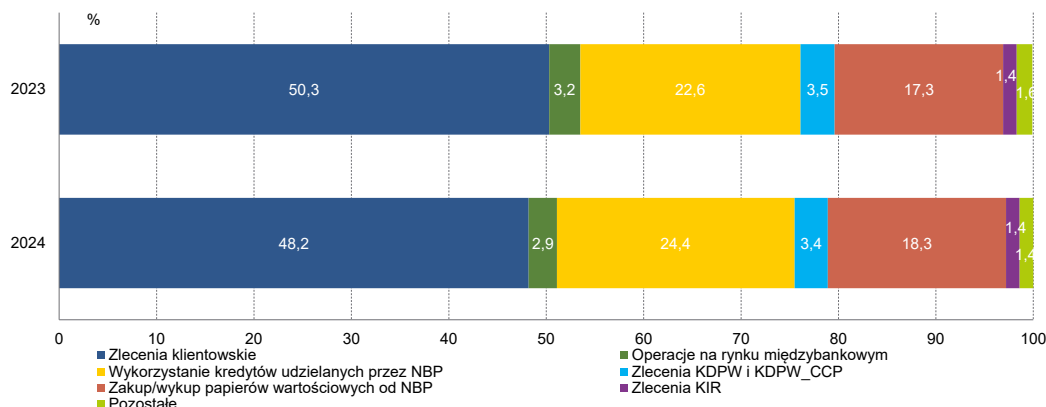
⁷⁶ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2015/2366 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie usług płatniczych w ramach rynku wewnętrznego, zmieniająca dyrektywy 2002/65/WE, 2009/110/WE, 2013/36/UE i rozporządzenie (UE) nr 1093/2010 oraz uchylająca dyrektywę 2007/64/WE (Dz. Urz. UE L337 z 2015 r., s. 35 z późn. zm.).

⁷⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/886 z dnia 13 marca 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzeń (UE) nr 260/2012 i (UE) 2021/1230 oraz dyrektyw 98/26/WE i (UE) 2015/2366 w odniesieniu do poleceń przelewu natychmiastowego w euro (Dz. Urz. UE L886 z 2024 r.).

⁷⁸ Wyznaczony system płatności (*designated payment systems*) to taki system, który ze względu na swoje znaczenie został zgłoszony przez państwo członkowskie do ESMA i jest objęty zakresem stosowania dyrektywy SFD.

systemie⁷⁹. Zmiany we wspomnianych dyrektywach wymagają odzwierciedlenia w przepisach krajowych⁸⁰.

Wykres 3.2.2. Udział głównych typów operacji w strukturze obrotów brutto w systemie SORBNET2 w 2023 i 2024 r.



Źródło: dane NBP.

System TARGET-NBP

System TARGET-NBP, będący polskim komponentem systemu TARGET, służy do rozrachunku wysokokwotowych płatności transgranicznych i krajowych w euro. W 2024 r. w systemie TARGET-NBP zrealizowano 2,5 mln operacji na łączną kwotę 3,2 bln euro. W porównaniu z 2023 r.⁸¹ liczba przetworzonych płatności wzrosła o 2,8%, a ich wartość zwiększyła się o 1,5%. W 2024 r. w systemie RTGS dla płatności w euro obsługiwano średnio 9 856 zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia zrealizowanego w tych systemach wyniosła 1,3 mln euro. Największy udział w rozrachunkach w tym systemie miały zlecenia transgraniczne, które stanowiły 74,0% wartości obrotów oraz 84,4% całkowitej liczby przetworzonych zleceń.

W ramach skonsolidowanego systemu TARGET dostępne są następujące usługi: T2 (usługa rozrachunku pieniężnego w systemie RTGS), TARGET2-Securities (T2S – usługa rozrachunku papierów wartościowych) i TARGET Instant Payment Settlement (TIPS – usługa rozrachunku płatności natychmiastowych). Na koniec 2024 r. w usłudze T2 systemu TARGET-NBP prowadzono rachunki w euro dla 15 banków krajowych, NBP, KIR, KDPW i KDPW_CCP. W usłudze T2S w polskim komponentie systemu rachunek miał otwarty KDPW, ale korzystał z niego sporadycznie. Natomiast do usługi TIPS w Polsce, zapewniającej przeprowadzany w trybie

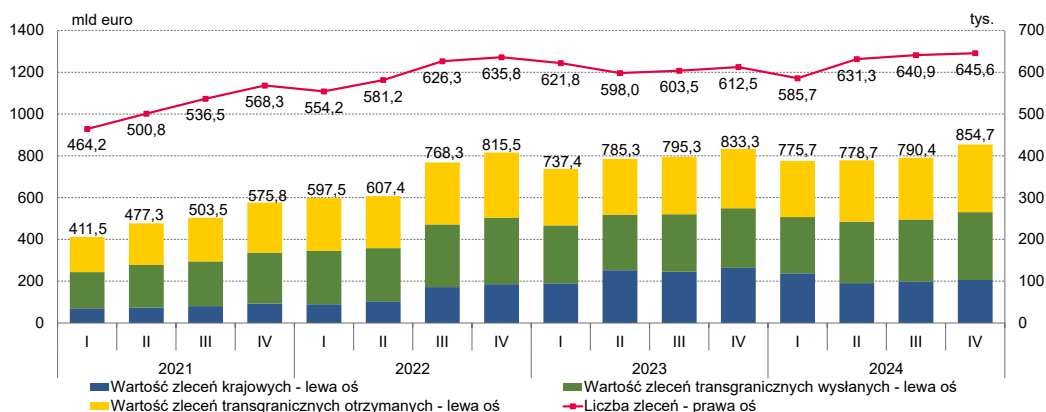
⁷⁹ Szerzej na ten temat w: *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w II półroczu 2024 r.*, Warszawa, maj 2025 r., NBP, s. 83–86, opracowanie dostępne na stronie internetowej NBP.

⁸⁰ Państwa członkowskie powinny stosować przepisy znowelizowanych dyrektyw od 9 kwietnia 2025 r.

⁸¹ Porównano sumę transakcji zrealizowanych do 19 marca 2023 r. w systemie TARGET2-NBP oraz od 20 marca 2023 r. w będącym jego następcą systemie TARGET-NBP.

ciągłym rozrachunek płatności natychmiastowych w euro w pieniądzu banku centralnego, w 2024 r. przystąpił pierwszy uczestnik (bank krajowy).

Wykres 3.2.3. Kwartalna wartość obrotów brutto i kwartalna liczba zleceń w systemie TARGET2-NBP i TARGET-NBP w latach 2021–2024



Źródło: dane EBC.

W wyniku wspomnianych zmian w regulacjach UE, wynikających z wejścia w życie rozporządzenia IPR, 19 lipca 2024 r. Eurosystem przyjął zharmonizowane podejście w sprawie dostępu niebankowych dostawców usług płatniczych (instytucji płatniczych i instytucji pieniądza elektronicznego) do systemów płatności oraz rachunków prowadzonych przez banki centralne⁸², w tym do systemu TARGET (za wyjątkiem usługi T2S) i jego komponentów krajowych (m.in. TARGET-NBP). Zgodnie z polityką Eurosystemu niebankowi dostawcy usług płatniczych będą mogli uzyskać dostęp do systemu TARGET pod warunkiem spełnienia niezbędnych wymogów ograniczających ryzyko, określonych w wytycznych EBC dotyczących tego systemu⁸³. Podkreślono, że zmiany przepisów dyrektywy SFD nie oznaczają przyznania niebankowym dostawcom usług płatniczych automatycznego dostępu do systemu TARGET.

3.2.2. Systemy płatności detalicznych

System Elixir

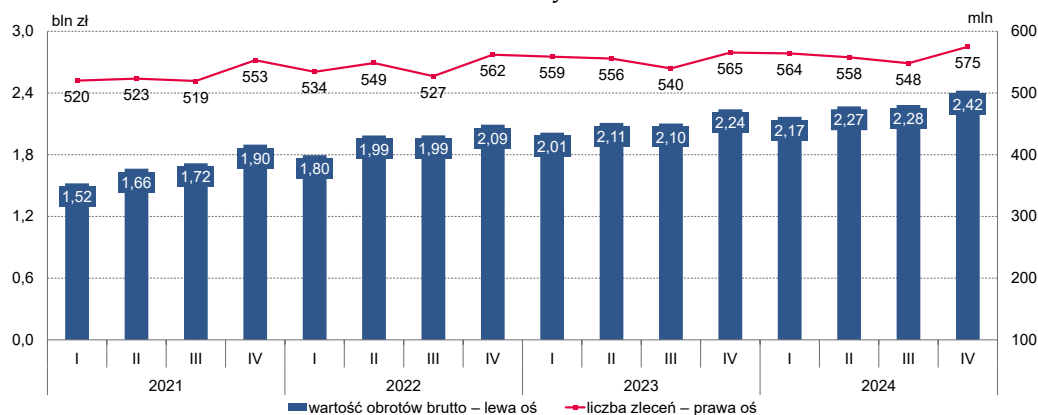
Wynikające ze zleceń klientów rozliczenia międzybankowe w złotych realizowane były za pośrednictwem KIR w systemie Elixir. Na koniec 2024 r. bezpośrednimi uczestnikami wymiany zleceń płatniczych w tym systemie było 35 banków krajowych (o dwa mniej w porównaniu z końcem 2023 r.), NBP oraz KSKOK. Od kilku lat w systemie Elixir systematycznie rosną wartość

⁸²Policy on access by non-bank payment service providers to central bank-operated payment systems and to central bank accounts, EBC, July 2024.

⁸³Wytyczne Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2022/912 z dnia 24 lutego 2022 r. w sprawie transeuropejskiego zautomatyzowanego błyskawicznego systemu rozrachunku brutto w czasie rzeczywistym nowej generacji (TARGET) oraz uchylające wytyczne EBC/2012/27 (EBC/2022/8).

i liczba przetwarzanych zleceń. W porównaniu z 2023 r. wskaźniki te zwiększyły się o, odpowiednio, 8,0% i 1,1% (wykres 3.2.4). W 2024 r. średnio rozliczano 8,9 mln zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 4 073 zł. Większość zleceń w systemie Elixir była kierowana na sesję poranną (48,7%), w sesji popołudniowej przetworzono 29,5% zleceń, a w wieczornej 21,9%.

Wykres 3.2.4. Kwartalna wartość i liczba zleceń w systemie Elixir w latach 2021–2024

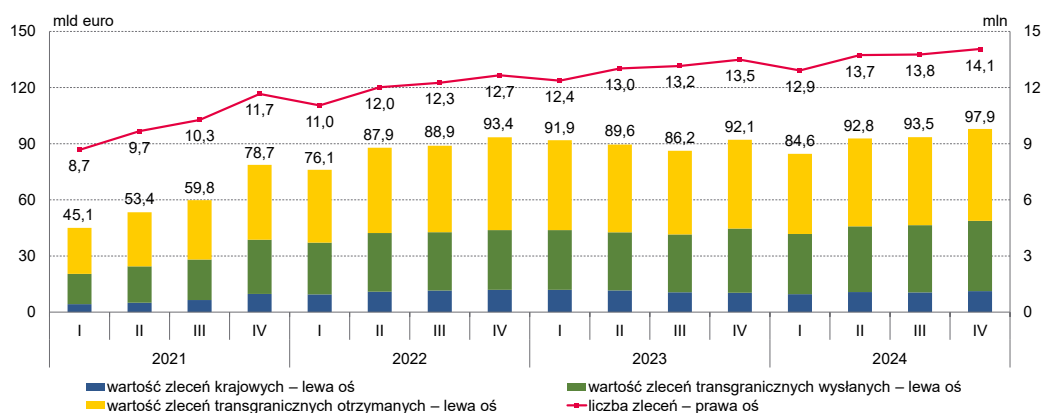


Źródło: dane KIR SA.

System Euro Elixir

Na koniec 2024 r. do grona uczestników systemu Euro Elixir, przeznaczonego do realizacji krajowych i transgranicznych detalicznych zleceń płatniczych w euro, należało 15 banków oraz NBP. Liczba ta nie zmieniła się w porównaniu z końcem 2023 r. W analizowanym okresie odnotowano wzrosty zarówno wartości, jak i liczby zleceń przetworzonych w tym systemie o, odpowiednio, 2,5% i 4,7% (wykres 3.2.5). Przeciętnie w systemie Euro Elixir realizowano 212,8 tys. zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 6 771 euro.

Wykres 3.2.5. Kwartalna wartość i liczba zleceń w systemie Euro Elixir w latach 2021–2024



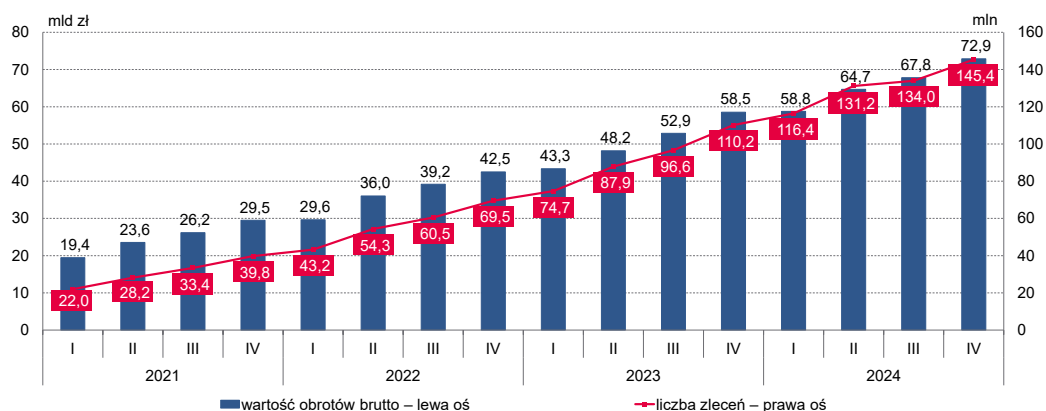
Źródło: dane KIR SA.

System Express Elixir

System Express Elixir, którego operatorem jest KIR, realizuje zlecenia płatnicze klientów banków w złotych w czasie rzeczywistym przez całą dobę, siedem dni w tygodniu. Z usługi tej mogą korzystać tylko klienci banków, które zawarły z KIR umowę uczestnictwa oraz zastosowały odpowiednie rozwiązania technologiczne. Na koniec 2024 r. uczestnikami systemu Express Elixir było 21 banków (o jeden mniej w porównaniu z końcem 2023 r.) oraz NBP.

W porównaniu z 2023 r. liczba płatności przetworzonych w systemie Express Elixir zwiększyła się o 42,7%, a ich wartość o 30,2% (wykres 3.2.6). Tak duży wzrost skali zleceń zrealizowanych w tym systemie wynikał w dużym stopniu z rosnącej popularności płatności typu P2P (*person-to-person*, przelewy na numer telefonu), które były inicjowane w schemacie płatniczym BLIK i, w przypadku gdy dotyczyły klientów różnych banków, były rozliczane w systemie Express Elixir. W omawianym systemie przeciętnie realizowano ponad 1,4 mln zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 501 zł.

Wykres 3.2.6. Kwartalna wartość i liczba zleceń w systemie Express Elixir w latach 2021–2024



Źródło: dane KIR SA.

Połowa wolumenu płatności w systemie Express Elixir (50,7%) była realizowana w godz. 8.00–16.00; w godz. 16.00–24.00 obsłużono 43,3% zleceń, a w pozostałych godzinach – 6,0%. Od poniedziałku do piątku w systemie tym rozliczano 78,0% płatności pod względem liczby (najwięcej w piątki – 16,3%), pozostałą część w weekendy.

System BlueCash

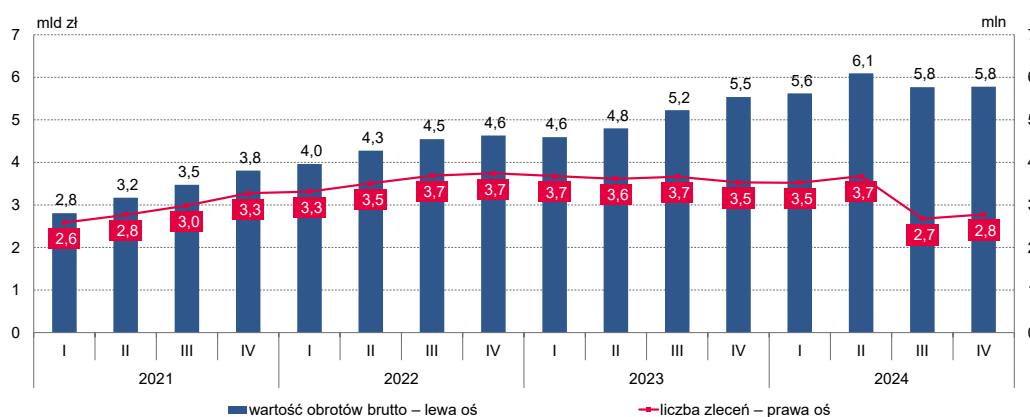
System płatności BlueCash, którego operatorem jest spółka Autopay SA, umożliwia natychmiastową realizację krajowych transakcji płatniczych w formie polecenia przelewu w złotych przez całą dobę, siedem dni w tygodniu. Na koniec 2024 r. w systemie uczestniczyły 84 banki, w tym 6 banków komercyjnych (o jeden więcej) i 78 banków spółdzielczych (o trzy mniej), a także spółka Autopay SA. Zlecenia płatnicze mogły być realizowane między uczestnikami systemu oraz kierowane przez nich do banków posiadających status podmiotów

współpracujących, czyli takich, które nie zawarły umowy o uczestnictwo z organizatorem systemu.

W 2024 r. wartość zleceń obsługiwanych w systemie BlueCash wzrosła o 15,4% w stosunku do poprzedniego roku, natomiast ich liczba spadła o 12,6% (wykres 3.2.7). Było to spowodowane istotnym ograniczeniem od III kwartału skali zleceń kierowanych do tego systemu przez jednego z jego aktywnych uczestników. W systemie BlueCash realizowano przeciętnie 34,6 tys. zleceń dziennie, a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 1 839 zł.

Większość zleceń w systemie BlueCash obsługiwano w godz. 8.00–16.00 (60,4%); w godz. 16.00–24.00 realizowano 30,8% płatności, a w godzinach nocnych (0.00–8.00) – 8,7%. Zlecenia do systemu BlueCash kierowano przede wszystkim w dni robocze tygodnia, na weekendy przypadało tylko 12,2% rozliczonych płatności.

Wykres 3.2.7. Kwartalna wartość i liczba zleceń w systemie BlueCash w latach 2021–2024



Źródło: dane Autopay S.A.

System BLIK

System płatności BLIK, którego operatorem jest Polski Standard Płatności SA⁸⁴ (PSP), oraz funkcjonujący pod tą samą nazwą schemat płatniczy, umożliwiając realizację transakcji płatniczych w złotych, w tym przede wszystkim płatności mobilnych przez całą dobę, siedem dni w tygodniu. Funkcjonalności BLIK są oferowane w aplikacjach mobilnych banków uczestniczących w tym systemie. Do głównych typów płatności rozliczanych w systemie i schemacie BLIK należą:

⁸⁴ Spółka Polski Standard Płatności przekształciła swoją formę prawną – ze spółki z ograniczoną odpowiedzialnością na spółkę akcyjną. Nowy status został wpisany do Krajowego Rejestru Sądowego 29 listopada 2024 r.

płatności w handlu internetowym, płatności natychmiastowe P2P⁸⁵, płatności w terminalu płatniczym (z użyciem kodu lub zbliżeniowo), a także wypłaty i wpłaty w bankomatach.

Na koniec 2024 r. w systemie BLIK uczestniczyło 20 banków krajowych i liczba ta nie zmieniła się w porównaniu z końcem 2023 r. Jednocześnie grono instytucji oferujących funkcjonalności BLIK rozszerzyło się o jednego uczestnika pośredniego – Revolut Bank UAB, który udostępniał swoim klientom tę usługę za pośrednictwem Aion Banku SA. Na koniec 2024 r. liczba użytkowników indywidualnych posiadających aplikację mobilną BLIK wyniosła 18,3 mln, a liczba zarejestrowanych aplikacji mobilnych – 32,5 mln (o 3,9 mln więcej niż na koniec 2023 r.).

W strukturze wolumenu rozliczanych transakcji największe znaczenie miały płatności internetowe, których liczba w 2024 r. wyniosła 1,2 mld (49,6% wartości i 48,3% liczby wszystkich zleceń przetworzonych w systemie i schemacie BLIK). Coraz popularniejsze były dokonywane między użytkownikami schematu BLIK przelewy na numer telefonu (602 mln, tj. 24,9% liczby wszystkich transakcji). Płatności w terminalach, w tym coraz powszechniej stosowane płatności zbliżeniowe, stanowiły 23,8% liczby transakcji realizowanych w systemie i schemacie BLIK.

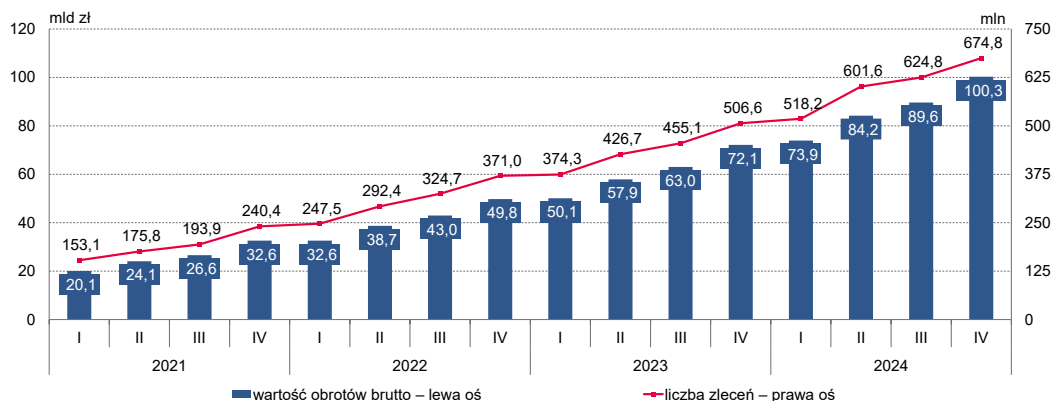
W 2024 r. wzrosły zarówno liczba, jak i wartość zleceń przetworzonych w systemie i schemacie BLIK o, odpowiednio, 37,3% i 43,2% w porównaniu z poprzednim rokiem (wykres 3.2.8). Przeciętnie realizowano 6,6 mln płatności dziennie (więcej o 36,9% niż w 2023 r.), a średnia wartość pojedynczego zlecenia wyniosła 144 zł. Wpływ na tak silną zmianę skali rozliczanych płatności miała kontynuacja trendu zwiększania przez ten system udziału w rynku płatności internetowych, upowszechnianie płatności z wykorzystaniem aplikacji BLIK w terminalach płatniczych, zwłaszcza płatności zbliżeniowych, oraz dalszy wzrost popularności przelewów natychmiastowych P2P.

Chętnie wykorzystywane były udostępniane przez BLIK nowe funkcjonalności płatności, o czym świadczy odnotowany w 2024 r. dalszy wzrost skali płatności natychmiastowych za pośrednictwem schematu BLIK z użyciem numeru telefonu odbiorcy. Liczba i wartość tego typu płatności wzrosły o, odpowiednio, 45,4% i 63,3% w porównaniu z 2023 r. Potwierdza to wspomniany wzrost liczby transakcji w systemie Express Elixir, do którego kierowane były zainicjowane w schemacie BLIK płatności P2P między klientami różnych banków. Wyraźnie wzrosły także liczba (o 101,2%) i wartość (o 113,8%) płatności zbliżeniowych dokonywanych w terminalach POS z wykorzystaniem funkcjonalności BLIK.

⁸⁵ Płatność mobilna P2P dokonywana między użytkownikami telefonów komórkowych pozwala na natychmiastowe przesłanie środków pieniężnych bez konieczności podawania numeru rachunku bankowego, a jedynie przy użyciu numeru telefonu odbiorcy. Aktywowanie usługi wymaga od użytkownika systemu BLIK jedynie powiązania w aplikacji numeru telefonu z numerem rachunku bankowego.

Od poniedziałku do piątku w systemie i schemacie BLIK rozliczano 76,6% płatności (najwięcej w poniedziałki, nieznacznie mniej we wtorki i piątki). Na weekendy przypadało 23,4% przetworzonych zleceń.

Wykres 3.2.8. Kwartalna wartość i liczba zleceń w systemie i schemacie BLIK w latach 2021–2024



Źródło: dane PSP SA, KIR SA.

Krajowy System Rozliczeń

Krajowy System Rozliczeń (KSR), prowadzony przez spółkę Fiserv Polska SA, służy do rozliczania krajowych transakcji dokonanych kartami płatniczymi oraz wymiany danych między podmiotami rynku kartowego. Uczestnikami systemu mogą być prowadzący działalność na terytorium Polski wydawcy kart płatniczych oraz podmioty uprawnione do świadczenia usługi *acquiringu*⁸⁶. Ostateczny rozrachunek zleceń rozliczanych w KSR następuje w systemie SORBNET2 przy udziale agenta rozrachunkowego, którym jest jeden z banków komercyjnych. Na koniec 2024 r. uczestnikami systemu KSR było 8 banków oraz Fiserv Polska SA (liczba ta nie zmieniła się w porównaniu z końcem 2023 r.).

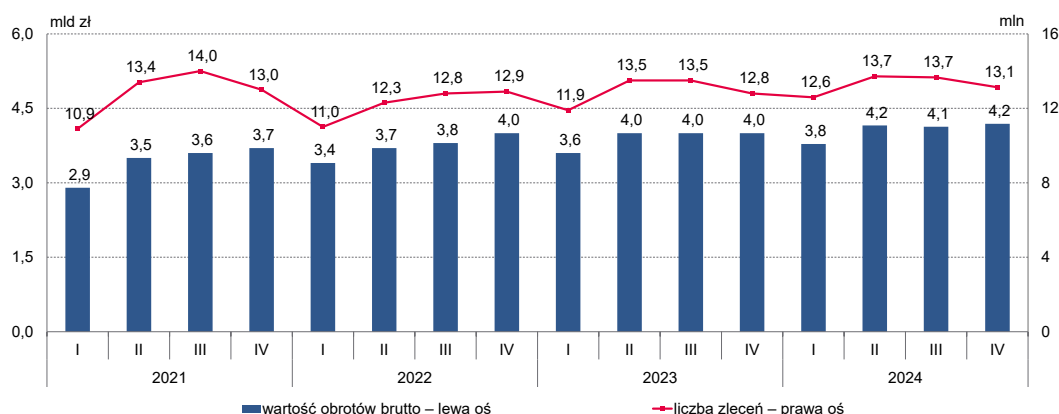
System KSR obsługuje zarówno dokonane kartami płatniczymi transakcje bezgotówkowe (płatności w terminalach POS, płatności internetowe), jak i gotówkowe (m.in. wypłaty gotówki z bankomatów oraz *cash back* – wypłaty sklepowe). W 2024 r. w systemie tym przetworzono 53,1 mln transakcji o wartości 16,3 mld zł (wykres 3.2.9). W porównaniu z rokiem poprzednim liczba rozliczonych płatności była większa o 2,7%, natomiast ich wartość wzrosła o 4,2%.

W systemie KSR średnio dziennie realizowano ponad 145,1 tys. transakcji, a średnia wartość pojedynczej operacji wyniosła 306 zł. Pod względem liczby przeważały płatności w terminalach

⁸⁶ Usługa *acquiringu* – usługa płatnicza polegająca na umożliwieniu wykonania zainicjowanych przez akceptanta (sklep) lub za jego pośrednictwem transakcji płatniczych dokonywanych instrumentem płatniczym płatnika (konsumenta, przedsiębiorcy), w szczególności na obsłudze autoryzacji oraz przesyłaniu zleceń płatniczych w celu przekazania akceptantowi należnych mu środków.

płatniczych, których było 38,3 mln (72,1% wszystkich przetworzonych transakcji). Wypłaty w bankomacie dominowały pod względem wartości (79,5%).

Wykres 3.2.9. Kwartalna wartość i liczba zleceń w systemie KSR w latach 2021–2024



Źródło: dane Fiserv Polska SA.

Od poniedziałku do piątku rozliczano 67,1% płatności, a w weekendy 32,9%. Relatywnie wysoki udział zleceń przetwarzanych w soboty i niedziele odzwierciedlał aktywność zakupową konsumentów i wynikał z funkcjonującego w systemie KRS modelu rozliczeń typu D+1, tj. rozliczania transakcji w następnym dniu po ich dokonaniu. Realizacja płatności związanych z zakupami dokonywanymi w piątki i soboty przekładała się na wysoki udział zleceń w systemie KSR w weekendy.

3.2.3. Dostawcy usług płatniczych

Zgodnie z przepisami ustawy o usługach płatniczych⁸⁷ usługi te mogą być świadczone m.in. przez: banki, oddziały instytucji kredytowych, SKOK-i, instytucje płatnicze, instytucje pieniądza elektronicznego, biura usług płatniczych, małe instytucje płatnicze i dostawców świadczących wyłącznie usługę dostępu do informacji o rachunku. Na koniec 2024 r. w Polsce funkcjonowało 29 banków krajowych (w tym jeden bank państwowy i dwa banki zrzeszające), 33 oddziały instytucji kredytowych, oraz 489 banków spółdzielczych. Ponadto do prowadzonego przez KNF rejestru dostawców usług płatniczych wpisanych było: 19 SKOK-ów (w tym KSKOK), 46 krajowych instytucji płatniczych, jedna instytucja pieniądza elektronicznego, 965 biur usług płatniczych i 184 małych instytucji płatniczych. Natomiast w rejestrze dostawców świadczących wyłącznie usługę dostępu do informacji o rachunku zarejestrowanych było 15 podmiotów⁸⁸.

⁸⁷ Ustawa z dnia 19 sierpnia 2011 r. o usługach płatniczych (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r. poz. 30).

⁸⁸ Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2024 roku (dostępne na stronie <https://www.knf.gov.pl/>), UKNF, Warszawa 2025.

Instytucją świadczącą na krajowym rynku usługi płatnicze jest także Poczta Polska SA, która oferuje w swoich placówkach m.in. wpłaty na rachunki bankowe i przekazy pocztowe polegające na przekazywaniu gotówki od wpłacającego do odbiorcy. Osobną kategorią podmiotów funkcjonujących na polskim rynku usług płatniczych są instytucje pośredniczące w przekazach transgranicznych.

3.2.4. Detaliczne instrumenty i usługi płatnicze

Infrastruktura systemu płatniczego powinna zapewniać dostęp do wielu metod płatności, które będą odpowiadały preferencjom konsumentów i przedsiębiorców. Z badań prowadzonych przez NBP wynika, że najbardziej rozpowszechnionymi metodami płatności były: gotówka, karty płatnicze i polecenie przelewu⁸⁹. Wybór metody płatności zależał m.in. od: czynników demograficznych (wiek, wykształcenie), kwoty transakcji, miejsca realizacji płatności (targowisko, hipermarket), kategorii płatności (handel, usługi). W ostatnich latach Polacy coraz chętniej korzystali z kart płatniczych i płatności w systemie i schemacie BLIK. W codziennych transakcjach realizowanych w stacjonarnych sklepach i punktach usługowych (pod względem liczby i wartości transakcji) przeważały płatności kartami płatniczymi, podczas gdy w handlu internetowym płatności były realizowane najczęściej z wykorzystywaniem funkcjonalności systemu BLIK. Jednocześnie w sytuacjach wzrostu niepewności, takich jak agresja Rosji na Ukrainę, Polacy gwałtownie zwiększali zapotrzebowanie na gotówkę.

Na koniec 2024 r. w obiegu było 46,4 mln kart płatniczych (tabela 3.2.1). Liczba transakcji dokonanych w 2024 r. kartami płatniczymi wyniosła 10,7 mld (wzrost o 7,1% w porównaniu z rokiem poprzednim). Wartość tych transakcji wyniosła 1,297 bln zł (o 8,7% więcej niż rok wcześniej). Udział transakcji bezgotówkowych w ogólnej liczbie transakcji kartami płatniczymi w analizowanym okresie zwiększył się do rekordowych 95,4%. Analogiczny wskaźnik dla wartości tych transakcji wyniósł 58,8% i również był najwyższy w historii.

Na rynku krajowym bardzo popularne były płatności dokonywane kartami z funkcją zbliżeniową. Na koniec 2024 r. w obiegu było 45,2 mln takich kart, co stanowiło 97,5% wszystkich kart płatniczych. Limit kwoty dla pojedynczej transakcji zbliżeniowej dokonywanej bez użycia kodu PIN wynosił 100 zł. Udział transakcji zbliżeniowych w ogólnej liczbie bezgotówkowych transakcji dokonanych w Polsce w 2024 r. przy użyciu kart wyniósł 97,5% (96,9% w 2023 r.). Wartość płatności kartami zbliżeniowymi stanowiła 95,7% ogólnej wartości bezgotówkowych transakcji zrealizowanych przy użyciu kart wydanych w Polsce. Wskaźniki te były najwyższe w historii. Dynamiczny rozwój płatności kartami zbliżeniowymi wynikał nie tylko z wygody i szybkości ich dokonywania, ale także z zapewnienia odpowiedniej infrastruktury (od 2019 r. 100% terminali płatniczych w Polsce jest przystosowanych do obsługi takich płatności).

⁸⁹ *Zwyczajne płatnicze w Polsce w 2023 r.*, Warszawa, październik 2024 r., NBP.

Tabela 3.2.1. Liczba kart płatniczych w obiegu w Polsce na koniec grudnia oraz liczba i wartość transakcji dokonanych tymi kartami w latach 2021–2024

Wyszczególnienie	Jednostka	2021	2022	2023	2024
Liczba kart płatniczych w obiegu	mln	43,3	44,5	45,4	46,4
Liczba kart zbliżeniowych w obiegu	mln	40,2	41,6	44,1	45,2
Udział w ogólnej liczbie kart płatniczych	%	92,9	93,5	97,2	97,5
Liczba transakcji dokonanych kartami płatniczymi	mld	7,8	9,1	10,0	10,7
Wartość transakcji dokonanych kartami płatniczymi	bln zł	0,936	1,097	1,193	1,297

Źródło: dane NBP.

Zgodnie z danymi przekazanymi do NBP przez banki liczba bankomatów (rozumianych jako urządzenia przeznaczone wyłącznie do wypłaty gotówki oraz recyclery, umożliwiające wypłatę i wpłatę gotówki) w Polsce na koniec 2024 r. wyniosła 20 741, podczas gdy na koniec 2023 r. było ich 22 085 (wykres 3.2.10). Ten spadek był związany m.in. ze zmianą metodyki zbierania i opracowywania danych⁹⁰. Gdyby do opracowania danych na koniec 2023 r. przyjęto metodykę tożsamą z zastosowaną do przygotowania danych przekazanych przez podmioty za 2024 r., to wówczas liczba bankomatów na koniec 2023 r. wyniosłaby 20 875. Niebankowi operatorzy bankomatów zwracali uwagę na rosnące koszty utrzymania tych urządzeń przy jednoczesnym braku zmian ustalonej przez organizacje płatnicze i operatora systemu BLIK opłaty ponoszonej przez wydawcę karty płatniczej (np. bank) na rzecz operatora bankomatu z tytułu wypłaty gotówki, której obsługi nie reguluje umowa bilateralna zawarta między dostawcą usług płatniczych a operatorem bankomatu.

W 2024 r. liczba wypłat gotówki z bankomatów spadła o 9,0% do 469,3 mln, a ich wartość zmniejszyła się o 1,6% do 414,1 mld zł. Średnia wartość pojedynczej transakcji wypłaty gotówki z bankomatu wyniosła 882 zł (816 zł w 2023 r.). Średnia ta była 13-krotnie większa niż średnia wartość pojedynczej transakcji bezgotówkowej dokonanej kartą (67 zł)⁹¹. Liczba wpłat gotówki do bankomatu z funkcją wpłatomatu osiągnęła 101,6 mln. Wartość takich wpłat wzrosła w porównaniu z 2023 r. o 3,6% do 248,4 mld zł. Średnia wartość wpłaty gotówkowej wyniosła 2 445 zł (wzrost o 3,5%).

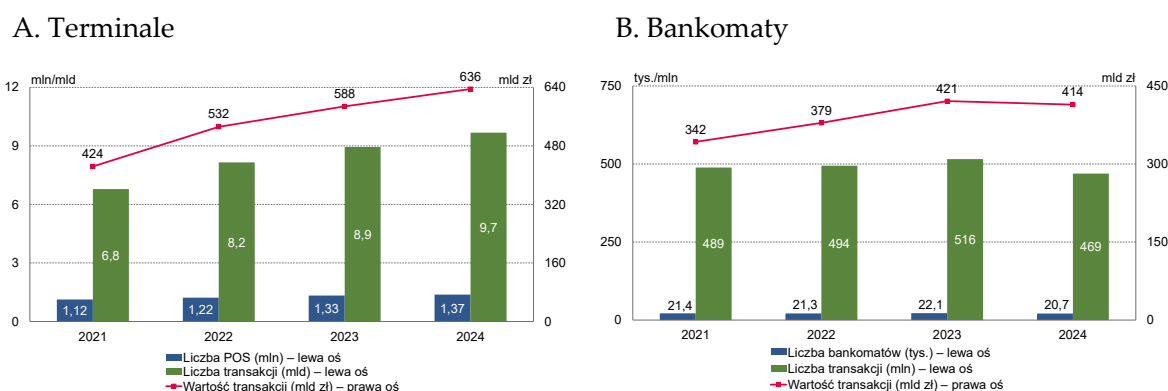
Liczba terminali akceptujących płatności dokonywane przy użyciu kart płatniczych wzrosła o 3,5% w porównaniu z końcem 2023 r. i na koniec 2024 r. wyniosła ponad 1 375 tys. W 2024 r. w Polsce zrealizowano w terminalach 9,7 mld transakcji bezgotówkowych na kwotę 635,5 mld zł (wzrosty w porównaniu z 2023 r. o, odpowiednio, 8,2% i 8,0%). Średnio dziennie w terminalach

⁹⁰ Z początkiem 2024 r. nałożono obowiązek sprawozdawczy na niebankowych operatorów bankomatów, co pozwoliło na wyeliminowanie podwójnego raportowania niektórych urządzeń.

⁹¹ Dane na podstawie sprawozdań wydawców kart płatniczych działających na polskim rynku. Średnia wartość dotyczy płatności dokonanych przez klientów kartami płatniczymi wydanymi w Polsce w fizycznych punktach handlowo-usługowych na terenie kraju.

dokonywano 26,5 mln transakcji (24,5 mln w 2023 r.), a średnia wartość pojedynczej płatności wyniosła 66 zł (analogicznie jak rok wcześniej)⁹². Wpływ na rozwój sieci akceptacji płatności bezgotówkowych oraz ich upowszechnianie miało funkcjonowanie *Programu wsparcia obrotu bezgotówkowego*, koordynowanego przez Fundację Polska Bezgotówkowa, mającego na celu rozwój sieci akceptacji płatności bezgotówkowych w Polsce. Według obowiązujących od 1 maja 2024 r. zasad tego programu przedsiębiorcy oraz podmioty sektora publicznego mogły przez 12 miesięcy otrzymać dofinansowanie do kwoty 100 tys. zł na zakup i obsługę nowego terminala⁹³.

Wykres 3.2.10. Liczba urządzeń oraz roczna liczba i wartość transakcji dokonanych kartami w terminalach POS i bankomatach (wyплаты gotówki) w latach 2021–2024



Uwaga: dane o liczbie bankomatów na koniec 2024 r. nie są porównywalne z danymi na koniec 2023 r. i wcześniejsze okresy ze względu na zmianę metodyki zbierania i opracowywania danych o tych urządzeniach, która pozwoliła na wyeliminowanie podwójnego raportowania niektórych urządzeń.

Źródło: dane NBP.

⁹² Dane na podstawie sprawozdań agentów rozliczeniowych prowadzących działalność na polskim rynku. Średnia wartość dotyczy płatności dokonanych kartami płatniczymi przez klientów polskich i zagranicznych w fizycznych punktach handlowo-usługowych na terenie kraju.

⁹³ Więcej o zasadach funkcjonowania programu i jego efektach na stronie internetowej Fundacji Polska Bezgotówkowa.

3.3. Infrastruktura rynku instrumentów finansowych

Na infrastrukturę transakcyjną i potransakcyjną krajowego rynku instrumentów finansowych składają się instytucje organizujące obrót nimi, podmioty dokonujące rozliczeń i rozrachunku transakcji, podmioty gromadzące dane o emisjach i transakcjach oraz administratorzy wskaźników referencyjnych. W Polsce działalność w zakresie infrastruktury transakcyjnej prowadzą Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW) oraz spółka od niej zależna – BondSpot SA. Z kolei infrastrukturę potransakcyjną stanowią organizowane przez grupę kapitałową KDPW (GK KDPW) oraz NBP systemy rozliczeń i rozrachunku transakcji instrumentami finansowymi. W 2024 r. usługi depozytowo-rozrachunkowe były świadczone w:

- systemie rozrachunku prowadzonym przez KDPW, obsługującym rynki obligacji skarbowych i nieskarbowych papierów dłużnych, akcji dopuszczonych do obrotu zorganizowanego i innych instrumentów finansowych dostępnych na rynkach organizowanych przez GPW i BondSpot,
- prowadzonym przez NBP systemie SKARBNET4, obsługującym transakcje bonami pieniężnymi i bonami skarbowymi.

Izba rozliczeniowa KDPW_CCP rozliczała nominowane w złotych i w euro transakcje dopuszczonymi do obrotu na rynku zorganizowanym instrumentami finansowymi, transakcje określonymi klasami instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej oraz transakcje *repo* zabezpieczone obligacjami skarbowymi w obrocie zorganizowanym. Prowadziła również system zabezpieczania płynności rozliczeń tych transakcji. Ponadto Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych (IRGiT) może wykonywać działalność związaną z organizowaniem i prowadzeniem rozliczeń transakcji pochodnymi towarowymi instrumentami finansowymi, które są notowane na zorganizowanej platformie obrotu (OTF)⁹⁴, prowadzonej przez Towarową Giełdę Energii (TGE). Izba ta nie może jednak rozliczać transakcji wspomnianymi instrumentami będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym⁹⁵.

Ważnymi elementami infrastruktury potransakcyjnej w Polsce są również prowadzone przez KDPW repozytorium transakcji (KDPW_TR), świadczona przez KDPW usługa tzw. zatwierdzonego mechanizmu sprawozdawczego (*Approved Reporting Mechanism*, ARM), Rejestr Zobowiązań Emitentów, a także wpisany do rejestru ESMA administrator wskaźników referencyjnych – spółka GPW Benchmark SA. Ten ostatni podmiot pełni funkcję administratora indeksów giełdowych i wskaźników referencyjnych stóp procentowych, w tym wskaźnika WIBOR, który w 2024 r. był stosowany m.in. w większości nominowanych w złotych kredytów,

⁹⁴ W 2024 r. dokonano rozrachunku jednej (wprowadzonej do systemu w I połowie 2023 r.) transakcji pochodnym instrumentem finansowym na prawa majątkowe wynikające ze świadectw pochodzenia odnoszących się do produkcji energii elektrycznej z odnawialnych źródeł energii.

⁹⁵ Zgodnie z przepisami rozporządzenia MiFIR zawierane na rynku regulowanym transakcje instrumentami pochodnymi objęto obowiązkiem centralnego rozliczania, zatem nie mogą być rozliczane przez IRGiT, która nie jest CCP (tzn. nie posiada autoryzacji zgodnie z przepisami rozporządzenia EMIR).

transakcji pochodnych stopy procentowej oraz instrumentów dłużnych o zmiennym kuponie odsetkowym, a także wskaźnika WIRON.

3.3.1. Infrastruktura transakcyjna

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

W 2024 r. GPW była operatorem:

- Głównego Rynku GPW (rynek regulowany), na którym były notowane: akcje, prawa do akcji (PDA), prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne, tytuły uczestnictwa funduszy ETF, ETC, produkty strukturyzowane, kontrakty terminowe na indeksy akcji i akcje spółek, opcje indeksowe oraz kontrakty *futures* na kursy walut,
- rynku NewConnect (alternatywnego systemu obrotu, ASO), na którym notowane były akcje,
- detalicznych segmentów platformy obrotu papierami dłużnymi Catalyst⁹⁶ (rynku regulowanego oraz ASO), na których notowane były obligacje: skarbowe, komunalne, BGK oraz PFR gwarantowane przez Skarb Państwa, EBI, przedsiębiorstw i banków, hipoteczne i publiczne listy zastawne,
- rynku GlobalConnect, na którym notowane były akcje spółek zagranicznych.

Na koniec 2024 r. uczestnikami Głównego Rynku GPW było 36 instytucji finansowych (19 krajowych firm inwestycyjnych, 17 podmiotów zagranicznych). Status członka rynku NewConnect posiadały 23 instytucje (18 krajowych podmiotów prowadzących działalność maklerską i 5 zagranicznych instytucji finansowych). Uczestnikami rynku regulowanego prowadzonego przez GPW w ramach platformy Catalyst było natomiast 35 podmiotów, a rynku ASO – 17 podmiotów. Uczestnikami rynku GlobalConnect było 11 krajowych podmiotów. W 2024 r. do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje 9 nowych spółek (w tym 8 przeszło z rynku NewConnect) oraz nowe kontrakty terminowe na akcje 5 spółek. Z kolei na rynek NewConnect wprowadzono akcje 13 nowych spółek. Na GlobalConnect można było kupić akcje 31 podmiotów.

Od 1 czerwca 2024 r. weszły w życie zmiany w Regulaminie ASO, mające na celu zwiększenie transparentności i bezpieczeństwa obrotu notowanych instrumentów finansowych. Nowe postanowienia dotyczyły kryteriów i wymogów wprowadzania akcji lub obligacji do ASO. Polegały one na podniesieniu do 2 mln zł wartości wymaganego kapitału własnego emitentów ubiegających się o rozpoczęcie notowań akcji na rynku NewConnect, zwiększeniu do

⁹⁶ System obrotu Catalyst jest prowadzony na platformach transakcyjnych GPW (segment detaliczny, na którym jednostką transakcyjną jest jedna obligacja) oraz BondSpot (segment hurtowy, na którym minimalna wartość transakcji wynosi 100 tys. zł).

25 minimalnej liczby niepowiązanych akcjonariuszy mniejszościowych oraz wprowadzeniu ograniczeń w zakresie wprowadzania na rynek NewConnect akcji założycielskich.

Dodatkowo, w 2024 r. rozpoczęto publikację sześciu nowych indeksów giełdowych, w skład których wchodziły następujące grupy podmiotów:

- WIG.MS-ECM – pięć najbardziej płynnych spółek z branż obejmujących handel hurtowy i internetowy oraz sieci handlowe;
- WIGind – spółki związane z chemią, hutnictwem, surowcami budowlanymi, tworzywami sztucznymi, produkcją drewna i papieru, recyklingiem, przemysłem elektromaszynowym, transportem i logistyką, zaopatrzeniem przedsiębiorstw oraz podmioty świadczące usługi przemysłowe;
- WIGmed – spółki biotechnologiczne, producenci materiałów medycznych oraz podmioty świadczące usługi w zakresie dystrybucji leków i pozostałej ochrony zdrowia;
- GPWB-CENR – największe i najbardziej płynne spółki notowane na rynkach regulowanych państw z Europy Środkowej (Chorwacji, Czech, Polski, Rumunii, Słowacji, Słowenii i Węgier).

Rozpoczęto także publikowanie dwóch indeksów pochodnych – mWIG40TRsh i mWIG40TRlv. Zależą one, odpowiednio, od indeksu mWIG40TR oraz indeksu mWIG40TR.

Ponadto w analizowanym okresie GPW kontynuowała prace nad wdrożeniem nowego systemu transakcyjnego WATS. Przeprowadzano cykliczne testy z uczestnikami rynku, którzy dostosowywali swoje systemy informatyczne do nowego systemu. W lipcu 2024 r., po przeprowadzeniu konsultacji w ramach Komitetu Wdrożenia Systemu WATS⁹⁷, przesunięto termin uruchomienia tego systemu na 10 listopada 2025 r.

BondSpot

W 2024 r. BondSpot prowadził następujące rynki obrotu instrumentami finansowymi:

- Treasury BondSpot Poland (TBSP) – elektroniczną platformę transakcyjną, na której odbywał się obrót skarbowymi papierami wartościowymi; platforma ta ma status ASO i jest integralną częścią prowadzonego przez Ministra Finansów systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW),
- hurtowe segmenty platformy obrotu papierami dłużnymi Catalyst (rynek regulowany oraz ASO), na których notowane były: obligacje skarbowe, komunalne, przedsiębiorstw, banków, obligacje BGK gwarantowane przez Skarb Państwa, a także hipoteczne i publiczne listy zastawne.

Na platformie tej działało bezpośrednio osiem zagranicznych instytucji finansowych. W kwietniu 2024 r. dopuszczono Ministra Finansów do bezpośredniego uczestnictwa w rynku operacji *repo* realizowanych na platformie TBSP, w ramach funkcjonalności TRF (Trade Registration Facility).

⁹⁷ W skład wspomnianego komitetu również wchodzi przedstawiciele GPW, jej członków oraz GK KDPW.

Umożliwia ona wcześniejsze uzgadnianie warunków transakcji *repo*, a następnie dokonanie jej rejestracji w systemie TBSP już na uzgodnionych warunkach. Wspomniane transakcje mogą być zabezpieczane zarówno poszczególnymi seriami obligacji skarbowych, jak i koszykami papierów wartościowych spełniających określone kryteria (tzw. *general collateral repo*). Instrukcje rozrachunkowe są przesyłane do KDPW za pośrednictwem KDPW_CCP, jednak transakcje *repo* zawierane w ramach wspomnianej funkcjonalności nie są objęte systemem zabezpieczania płynności rozliczeń transakcji prowadzonym przez tę izbę (nie są centralnie rozliczane). Na koniec 2024 r. uczestnikami platformy TBSP było 27 podmiotów (w tym 11 banków mających status DSPW, BFG oraz Minister Finansów). Z kolei uczestnikami rynku regulowanego i ASO prowadzonych przez BondSpot w ramach Catalyst było 6 instytucji (5 banków i dom maklerski).

Ponadto Bondspot kontynuował prace nad projektem *all-to-all*, którego głównym celem ma być zwiększenie wartości transakcji zawieranych na rynkach prowadzonych przez tę spółkę przez rozszerzenie kategorii uczestników rynku o inwestorów instytucjonalnych⁹⁸. Ma to ułatwić tym podmiotom bezpośredni udział w obrocie na rynku kasowym i transakcji warunkowych (*repo* i SBB), a także kierowanie wspomnianych operacji do rozliczenia w KDPW_CCP. Projekt zakłada również uruchomienie nowego rynku w formule ASO, na którym byłby wykorzystywany opracowywany przez GPW system transakcyjny WATS. Przewiduje się, że rynek ten zostanie utworzony w II połowie 2026 r.

3.3.2. Infrastruktura potransakcyjna

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

KDPW działa jako centralny depozyt papierów wartościowych w rozumieniu rozporządzenia CSDR. Na mocy otrzymanej w marcu 2020 r. autoryzacji może świadczyć usługi podstawowe, tj. rejestrację papierów wartościowych, prowadzenie kont papierów wartościowych oraz dokonywanie rozrachunku transakcji tymi papierami, a także niektóre niebankowe usługi pomocnicze⁹⁹. Wspomniane operacje depozytowo-rozrachunkowe są realizowane w systemie informatycznym *kdpw_stream*.

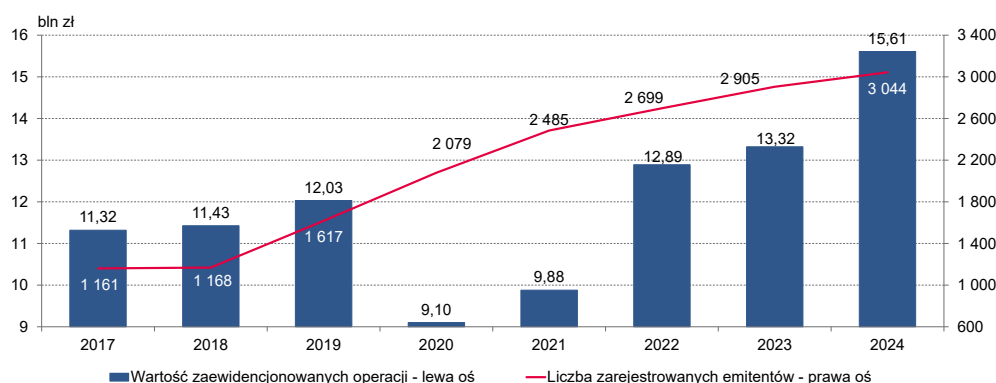
W 2024 r. nieznacznie zmieniła się struktura uczestników bezpośrednich KDPW. Dwie nowe instytucje uzyskały status uczestnika bezpośredniego w systemie depozytowym, zarazem ustało

⁹⁸ Sprawozdanie Zarządu z działalności Jednostki Dominującej i Grupy Kapitałowej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (dostępne na stronie <https://www.gpw.pl/>), Warszawa 2023, s. 37.

⁹⁹ KDPW może wykonywać niektóre ze wskazanych w załączniku do rozporządzenia CSDR niebankowych usług pomocniczych (np. organizowanie systemu udzielania pożyczek papierów wartościowych, wspieranie przetwarzania zdarzeń korporacyjnych, sprawozdawczość wobec organów regulacyjnych) oraz inne niewymienione, ale dozwolone na podstawie tego załącznika, niebankowe usługi pomocnicze (np. administrowanie Funduszem Gwarancyjnym, prowadzenie obowiązkowego systemu rekompensat dla inwestorów, nadawanie kodów LEI). Pełna lista usług, na świadczenie których KDPW otrzymał zgodę KNF, znajduje się w rejestrze ESMA dostępnym na stronie internetowej.

uczestnictwo trzech innych. Według stanu na koniec analizowanego okresu wspomniany status miało 81 podmiotów. Liczba zarejestrowanych emitentów wyniosła 3 044 (w tym 100 zagranicznych). Kolejny rok z rzędu wzrosła liczba krajowych emitentów (z 2 809 do 2 944), co wynikało z obowiązku rejestracji w KDPW nowych emisji nieskarbowych papierów dłużnych. Wartość operacji zaewidencjonowanych w prowadzonym przez KDPW systemie rozrachunku papierów wartościowych w 2024 r. wyniosła ponad 15,6 bln zł (o 17,2% więcej niż w roku poprzednim), na co wpływ miała większa skala emisji obligacji skarbowych (wykres 3.3.1).

Wykres 3.3.1. Wartość zaewidencjonowanych operacji i liczba zarejestrowanych emitentów w KDPW w latach 2017–2024



Źródło: KDPW.

Na koniec grudnia 2024 r. KDPW posiadał 23 połączenia operacyjne z zagranicznymi odpowiednikami. Obejmowało to siedem połączeń bezpośrednich i 16 zapewniających dostęp do instytucji depozytowych za pośrednictwem Euroclear Bank, Clearstream Banking Luxembourg i UniCredit BulBank. W ramach wspomnianych połączeń KDPW wykonał w 2024 r. m.in. 7 818 operacji transferów transgranicznych związanych z papierami wartościowymi rejestrowanymi w zagranicznych instytucjach depozytowych (wzrost o 44% w stosunku do roku poprzedniego).

KDPW prowadził także działalność jako agencja numerująca, tj. nadawał kody ISIN (*international securities identifying number*), CFI (*classification of financial instruments*) i FISN (*financial instrument short name*), służące do określania i klasyfikacji instrumentów finansowych. W 2024 r. zostało nadanych 7 057 nowych kodów ISIN wraz z kodami CFI i FISN. KDPW jako jedna z nielicznych instytucji nadaje CFI i FISN dla wszystkich nadawanych ISIN. Na koniec analizowanego okresu było 16 478 aktywnych kodów ISIN, nadanych przez ten podmiot.

Ponadto KDPW w analizowanym okresie nadawał kody identyfikujące podmioty prawne (*Legal Entity Identifier*, LEI) na podstawie akredytacji Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF). Zgodnie z zasadami światowego systemu identyfikacji podmiotów prawnych do każdego kodu LEI przypisane są dane referencyjne podmiotu, dla którego kod został nadany, zgodne z właściwymi, publicznymi rejestrami. Informacje o nadanych kodach oraz o przypisanych im danych referencyjnych są udostępniane publicznie i nieodpłatnie przez agencje kodujące oraz

GLEIF. W 2024 r. KDPW nadał 2 355 nowych kodów LEI, natomiast liczba kodów, którymi zarządzał, wyniosła 33 283 (i obejmowała podmioty z krajów EOG, Szwajcarii, Ukrainy i Wielkiej Brytanii).

KDPW świadczył również usługę tzw. zatwierdzonego mechanizmu sprawozdawczego (ARM), która umożliwiała podmiotom maklerskim raportowanie danych o transakcjach instrumentami finansowymi. Liczba obsługiwanych raportów zmniejszyła się ze 124 mln w 2023 r. do 109 mln w 2024 r. (spadek o około 12%).

W 2024 r. KDPW oferował usługę *tri-party repo*, polegającą na rozrachunku transakcji *repo* w połączeniu z zarządzaniem zabezpieczeniami ustanowionymi w tych transakcjach. Ponadto podmiot ten umożliwiał obsługę zabezpieczeń, zgodnie z wymogami rozporządzenia EMIR, w nierozliczanych centralnie transakcjach instrumentami pochodnymi OTC.

W związku z planami NBP, dotyczącymi wprowadzenia nowej wersji systemu rozrachunku płatności wysokokwotowych SORBNET3, w 2024 r. w GK KDPW kontynuowano prace dostosowawcze mające na celu zapewnienie rozrachunku pieniężnego w pieniądzu banku centralnego w tym systemie. Jedną z istotnych zmian w systemie SORBNET3 będzie możliwość posiadania wielu rachunków pomocniczych, z której będą mogli korzystać zarówno uczestnicy KDPW pełniący funkcję banków-płatników, jak i KDPW. Oznacza to, że system ten będzie umożliwiał posiadanie, poza rachunkiem głównym, także innych rachunków bieżących, a systemy zewnętrzne, takie jak np. KDPW, będą dodatkowo posiadały rachunki pomocnicze dedykowane stosowanym procedurom rozrachunkowym. Taka konstrukcja prowadzenia przez NBP rachunków zwiększy elastyczność w zakresie ustanawianych relacji uczestników bezpośrednich KDPW nieposiadających rachunków bankowych w NBP z bankami-płatnikami.

We wrześniu 2024 r., w związku z wejściem w życie zmian w regulacyjnych standardach technicznych dotyczących dyscypliny rozrachunku¹⁰⁰, wprowadzono zmiany w systemach informatycznych KDPW. Wynikały one z powierzenia temu podmiotowi obowiązku pobierania i redystrybucji kar pieniężnych za nieprzeprowadzenie w terminie rozrachunku transakcji rozliczanych w CCP. Dotychczas to KDPW_CCP dokonywał poboru i redystrybucji kar w tym zakresie.

W 2024 r. w GK KDPW dążono do zapewnienia zgodności podmiotów wchodzących w skład tej grupy z wymogami wynikającymi z rozporządzenia DORA¹⁰¹. Prace te zakończyły się przyjęciem w grudniu 2024 r. przez zarządy KDPW i KDPW_CCP regulacji wewnętrznych zapewniających

¹⁰⁰ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) z 2023/1626 z dnia 19 kwietnia 2023 r. w sprawie zmiany regulacyjnych standardów technicznych określonych w rozporządzeniu delegowanym (UE) 2018/1229 w odniesieniu do mechanizmu kar za przypadki nieprzeprowadzenia rozrachunku związane z rozliczanymi transakcjami przedłożonymi do rozrachunku przez CCP (Dz. Urz. UE L201 z 2023 r., s. 1).

¹⁰¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2554 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie operacyjnej odporności cyfrowej sektora finansowego i zmieniające rozporządzenia (WE) nr 1060/2009, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 600/2014, (UE) nr 909/2014 oraz (UE) 2016/1011 (Dz. Urz. UE L 333 z 2022 r. s. 1).

dostosowanie do przepisów tego rozporządzenia, tj. *Strategii Operacyjnej Odporności Cyfrowej w Grupie KDPW* oraz powiązanych z nią regulacji.

W maju 2024 r. wprowadzono zmiany w Rejestrze Zobowiązań Emitentów, nakładające na emitentów dłużnych papierów wartościowych i certyfikatów inwestycyjnych obowiązki przekazywania do KDPW dodatkowych informacji dotyczących ich emisji, tj. rodzaju papierów wartościowych, wynikających z nich zobowiązań oraz sposobu oferowania¹⁰². Do gromadzenia dodatkowych informacji, wynikających ze wspomnianych przepisów, dostosowane zostały wszystkie elementy tego rejestru.

W 2024 r. w KDPW kontynuowano prace w zakresie zastosowania technologii rozproszonego rejestru (*distributed ledger technology*, DLT), których głównym celem było opracowanie i wdrożenie pilotażowego rozszerzenia tradycyjnego systemu depozytowo-rozrachunkowego o rozwiązania z obszaru tej technologii. Będzie to dotyczyło zdematerializowanych instrumentów finansowych dla transakcji OTC, w tym możliwości przeprowadzania rozrachunków FoP (*free of payment*) i DvP (*delivery versus payment*) w trybie 24/7.

KDPW, wraz z uczestnikami, zainicjował w analizowanym okresie konsultacje i prace dotyczące planowanego skrócenia cyklu rozrachunkowego z T+2 do T+1. Było to związane z opublikowanym w listopadzie 2024 r. raportem ESMA na ten temat¹⁰³. Dokument ten przewiduje, począwszy od października 2027 r., wspomniane skrócenie cyklu rozrachunkowego w centralnych depozytach w całej UE, co pociągnie za sobą konieczność dostosowania się przez wszystkich uczestników rynku i może wymagać znacznych inwestycji w zaawansowaną automatyzację procesów (ramka 3.1.1).

Ramka 3.1.1. Korzyści i wyzwania związane ze skróceniem czasu rozrachunku transakcji papierami wartościowymi do T+1

Ryzyko rozrachunku i motywacje do skracania czasu rozrachunku transakcji

Po zawarciu transakcji papierami wartościowymi strony pozostają narażone na ryzyko związane z jej rozrachunkiem. W szczególności możliwa jest sytuacja, w której jedna ze stron nie wywiąże się z obowiązku dostarczenia papieru wartościowego lub uzgodnionej kwoty zakupu. Tego rodzaju ryzyko kredytowe kontrahenta jest tym większe, im dłuższy czas rozrachunku, m.in. dlatego, że rynkowa wycena papierów wartościowych będących przedmiotem transakcji może się zmieniać. Skrócenie czasu rozrachunku, a tym samym spadek ogólnej liczby transakcji oczekujących na rozrachunek, może zatem skutkować zmniejszeniem ryzyka kredytowego kontrahenta w systemie finansowym.

Wspomniane ryzyko jest często przejmowane przez podmioty infrastruktury, w szczególności izby rozliczeniowe, w tym o statusie CCP. W celu zapewnienia skutecznego rozrachunku pobierają one od uczestników transakcji depozyty zabezpieczające w formie papierów wartościowych lub gotówki. Jedną z konsekwencji skracania czasu rozrachunku jest zatem zmniejszenie łącznej wartości wymaganych

¹⁰² Zmiany te wynikały z wejścia w życie przepisów rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 22 marca 2024 r. w sprawie dodatkowych informacji przekazywanych Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych S.A. przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych (Dz.U. z 2024 r., poz. 472).

¹⁰³ Report. ESMA assessment of the shortening of the settlement cycle in the European Union, ESMA, 18 November 2024 r.

depozytów zabezpieczających, co dla uczestników rynku przekłada się na spadek zapotrzebowania na płynność. W rezultacie rośnie ich zdolność do zawierania kolejnych transakcji, co może pozytywnie przekładać się na płynność obrotu, a w konsekwencji na efektywność rynków i ich zdolność do absorpcji szoków.

Reforma w Stanach Zjednoczonych

Korzyści związane ze skracaniem czasu rozrachunku były bodźcem do stopniowego ograniczania tego czasu na poziomie regulacyjnym. W lutym 2023 r. SEC przyjęła zmiany w przepisach¹ skracające standardowy czas rozrachunku z dwóch (T+2) do jednego dnia roboczego od momentu zawarcia transakcji (T+1). Zmiany objęły zdecydowaną większość klas aktywów, w tym m.in.: akcje, obligacje, tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, instrumenty rynku pieniężnego, amerykańskie kwity depozytowe. Z zakresu zmian wyłączono natomiast m.in. transakcje niektórymi swapami opartymi na papierach wartościowych (*security-based swaps*), transakcje związane z ofertami publicznymi oraz transakcje niektórymi zagranicznymi papierami wartościowymi. Zmiany weszły w życie 28 maja 2024 r.

Organizacje branżowe, w tym *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA) oraz *Investment Company Institute* (ICI), we współpracy z głównym podmiotem amerykańskiej infrastruktury potransakcyjnej – *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), przeprowadziły ocenę wpływu przejścia na standard T+1 oraz zaoferowały pomoc podmiotom komercyjnym w przygotowaniu się do planowanych zmian. Prace w tym zakresie prowadzone były w ramach *Industry Steering Committee* (ISC) oraz *Industry Working Group* (IWG). Opublikowano m.in. poradnik² dla uczestników rynku, zawierający szczegółowy harmonogram przejścia na standard T+1, wraz ze wskazaniem kluczowych kamieni milowych oraz zidentyfikowanych współzależności.

Ryzyko towarzyszące przejściu na standard T+1 dotyczyło przede wszystkim tego, czy wszystkie podmioty infrastruktury oraz uczestnicy rynku zdążą dostosować swoje systemy operacyjne oraz poprawić efektywność niektórych procesów, zgodnie z zaplanowanym harmonogramem. W szczególności obawiano się, czy inwestorzy zagraniczni będą w stanie pozyskiwać dolary amerykańskie w celu przeprowadzenia rozrachunku. Jest to szczególnie utrudnione w przypadku inwestorów funkcjonujących w odległych strefach czasowych, którzy jednocześnie zawierają transakcje pod koniec sesji giełdowej w Stanach Zjednoczonych. W ich przypadku zmniejszenie ryzyka płynności mogło wymagać rozrachowywania transakcji walutowych bilateralnie (zamiast w systemach takich jak *Continuous Linked Settlement*) lub prefinansowania potrzeb płynnościowych. Pierwsze z tych rozwiązań skutkowałoby zwiększeniem ryzyka kredytowego kontrahenta, natomiast drugie narażałoby te podmioty, w szczególności fundusze ETF, na odchylenia od stosowanych benchmarków.

Zdecydowana większość obaw nie zmaterializowała się. Zgodnie z danymi DTCC wskaźnik transakcji nierozrachowanych w zaplanowanym terminie wzrósł jedynie nieznacznie (do 2,3%) w stosunku do historycznej średniej, wynoszącej około 2%³. Z kolei wskaźnik potwierdzenia transakcji w dniu ich zawarcia wzrósł z 73% w styczniu 2024 r. do 94% po wejściu w życie nowego standardu rozrachunku. Reforma przyniosła również wymierną korzyść dla uczestników rynku w postaci spadku wartości wpłat do funduszu rozliczeniowego *National Securities Clearing Corporation* (NSCC) o około 28%. Odzwierciedlało to ogólny spadek ryzyka kredytowego kontrahenta wynikającego z zawartych, ale jeszcze nierozliczonych transakcji.

Plany zmian w UE. Aktualny standard rozrachunku T+2

Cykl rozrachunkowy w UE jest zharmonizowany na podstawie art. 5 ust. 2 rozporządzenia CSDR⁴. Zgodnie z przepisami ma on być przeprowadzany najpóźniej w drugim dniu roboczym od daty zawarcia transakcji (standard T+2). Zakresem wskazanego artykułu objęto transakcje papierami wartościowymi zawieranymi w systemach obrotu⁵ (*trading venue*). Przepisy rozporządzenia CSDR umożliwiają przeprowadzenie rozrachunku transakcji wspomnianymi instrumentami finansowymi we wcześniejszym terminie niż T+2, pod warunkiem, że w momencie realizacji transakcji będą dostępne zarówno środki pieniężne, jak i papiery

wartościowe (tj. nastąpi rozrachunek brutto zarówno w papierach wartościowych, jak i w środkach pieniężnych).

W UE rozrachunkiem papierów wartościowych zajmuje się 27 centralnych depozytów papierów wartościowych (CDPW). Szacunki KE⁶ wskazują, że w 2023 r. większość zleceń rozrachunku transakcji według wartości było kierowanych do dwóch z nich: Euroclear Bank i Clearstream Banking (odpowiednio 48% i 19%). Wśród pozostałych CDPW największy udział pod względem wartości wprowadzonych przez uczestników rynku zleceń rozrachunku miały: Euroclear France, Clearstream Banking i Monte Titoli (odpowiednio 10%, 8% i 6%). KDPW zajął w tym zestawieniu 8. pozycję.

Ocena ESMA dotycząca skrócenia czasu rozrachunku

W ostatnich latach na rynkach finansowych zarysowała się tendencja przechodzenia na krótsze cykle rozrachunku. Poza wspomnianym przejściem Stanów Zjednoczonych na T+1 w latach 2022–2024 analogiczne zmiany wprowadzono w Kanadzie, Meksyku, Argentynie, Indiach i Chinach⁷. Planowane jest także skrócenie cyklu rozrachunku m.in. w Wielkiej Brytanii i Szwajcarii. Zgodnie z szacunkami KE na podstawie danych za październik 2024 r. udział transakcji zawieranych na rynkach kapitałowych w standardzie T+1 w ogólnoswiatowej kapitalizacji rynkowej wyniósł 60%⁸. Można oczekiwać, że udział ten będzie z czasem rosł.

W listopadzie 2024 r. ESMA opublikowała raport⁹, w którym ocenia zasadność skrócenia cyklu rozrachunku ze standardu T+2 do T+1. Oczekuje się, że potencjalne korzyści z migracji ograniczą ryzyko kredytowe kontrahenta i ryzyko rynkowe, co powinno się przełożyć na obniżenie wartości depozytów zabezpieczających utrzymywanych przez uczestników CCP. Według szacunków ESMA otwarte pozycje z tytułu skierowanych do rozliczenia w CCP transakcji akcjami i obligacjami zmniejszyłyby się, odpowiednio, o 30 i 25 mld euro, co przełożyłoby się na redukcję o 42% wartości depozytów zabezpieczających wymaganych przez CCP w związku z rozliczaniem transakcji akcjami i obligacjami¹⁰.

W raporcie tym omawiano także problemy, które powstały (lub mogą powstać) w następstwie skrócenia cyklu rozrachunkowego do T+1 w innych jurysdykcjach. Uczestnicy rynku w UE ponoszą dodatkowe koszty wynikające z nieefektywności operacyjnej związanej z niedopasowaniem cykli rozrachunku transakcji zawieranych na rynkach kapitałowych funkcjonujących w różnych strefach czasowych. Europejskie CDPW mają problemy z obsługą zdarzeń korporacyjnych emitentów, których akcje są notowane na zasadzie *dual listing* na rynkach w UE i w Stanach Zjednoczonych. Dla inwestorów pojawiają się problemy dotyczące określenia terminu ustalenia prawa do dywidendy oraz ustalenia osób uprawnionych do udziału w WZA emitenta. Biorąc pod uwagę różne etapy między zawarciem transakcji zakupu wspomnianych instrumentów a ich faktycznym rozrachunkiem, inwestorzy nie mają pewności, czy np. nabyli akcje już po dniu, po którym papiery te będą notowane po niższym kursie, uwzględniającym brak prawa do dywidendy. Zwrócono także uwagę na stosunkowo wysoki stopień wzajemnych powiązań między systemem finansowym UE a systemami finansowymi w innych jurysdykcjach. Odzwierciedleniem tego jest m.in. duży udział amerykańskich akcji (ponad 50%) w portfelach europejskich funduszy UCITS. Ponadto zarządzający tymi funduszami muszą pozyskiwać środki pieniężne na pokrycie „luki płynnościowej”, w przypadku gdy papiery wartościowe są nabywane w terminie T+1, a rozrachunek jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych w UE odbywa się w T+2. Prowadzi to do niekorzystnej pozycji konkurencyjnej uczestników rynków kapitałowych w UE, która może powodować przenoszenie działalności przedsiębiorców i inwestorów na bardziej efektywne rynki. We wspólnym oświadczeniu ESMA, KE i EBC wskazano, że UE musi pilnie podjąć działania, aby uniknąć przedłużania i wzmacniania negatywnych skutków niedopasowania cyklu rozrachunku w stosunku do innych jurysdykcji¹¹.

Plan przejścia na T+1

W omawianym raporcie ESMA zaleca, aby cykl rozrachunku w UE został skrócony do T+1 nie później niż 11 października 2027 r., co pozwoliłoby na dostosowanie się do planowanego przejścia na rozrachunek w T+1 w Wielkiej Brytanii i Szwajcarii. Zalecono również, aby nowym standardem rozrachunku objąć tylko

te transakcje papierami wartościowymi, które obecnie podlegają obowiązkowi rozrachunku w terminie T+2. Za takim rozwiązaniem opowiedziało się również większość przedstawicieli państw członkowskich uczestniczących w pracach roboczej grupy ekspertów¹² działającej przy KE.

Mimo braku ograniczeń prawnych nie zarekomendowano, aby działania związane z przejściem na rozrachunek T+1 pozostawić w gestii uczestników rynku finansowego w UE oraz podmiotów infrastruktury transakcyjnej i potransakcyjnej. Uczestnicy rynku i wspomniane podmioty opowiedziały się za wprowadzeniem zmiany w art. 5 ust. 2 rozporządzenia CSDR, aby zharmonizować na poziomie UE płynne przejście na nowy standard rozrachunku¹³. W związku z tym ESMA zaproponowała, aby KE przygotowała wniosek legislacyjny wprowadzający nowelizację CSDR, przewidującą skrócenie do T+1 maksymalnego cyklu rozrachunkowego dla tych transakcji.

Koszty i czynniki ryzyka

Podobne obawy, jakie towarzyszyły w Stanach Zjednoczonych przejściu na standard T+1, pojawiły się również wśród uczestników rynku w UE. Skrócenie cyklu rozrachunku stanowi wyzwanie operacyjne dla uczestników rynku oraz instytucji infrastruktury transakcyjnej i potransakcyjnej. Poszczególne etapy między zawieraniem transakcji a ich rozrachunkiem wymagają zaangażowania wielu podmiotów, aby zapewnić szybki przepływ instrukcji dotyczących tych transakcji. Biorąc pod uwagę czas pracy europejskich giełd papierów wartościowych, po przejściu na standard T+1 uczestnicy rynku będą mieli mniej czasu na wykonanie czynności związanych z przeprowadzeniem rozrachunku¹⁴. W konsultacjach przeprowadzanych przez ESMA podmioty infrastruktury wskazywały, że przejście na nowy standard rozrachunku może spowodować wzrost kosztów z tytułu zmian procedur operacyjnych, systemów informatycznych oraz pojawienie się dodatkowych kosztów wynikających z potencjalnego wzrostu liczby przypadków nieprzeprowadzenia rozrachunku¹⁵. Z kolei z otrzymanych przez ESMA odpowiedzi od CCP w ramach tych konsultacji wynikało, że izby rozliczeniowe będą potrzebowały od 18 do 24 miesięcy po publikacji zmienionego rozporządzenia CSDR, aby przejść na rozrachunek w T+1. Prace dostosowawcze w tych podmiotach obejmowałyby przede wszystkim analizę wymogów, ocenę wpływu na IT, usprawnienia procesów rozliczeniowych, dostosowania docelowego harmonogramu systemów obrotu. CCP nie zgłosili krytycznych problemów dotyczących uwzględnienia skróconego cyklu rozrachunkowego, które mogłyby wystąpić w ich systemach zarządzania ryzykiem.

W omawianym raporcie ESMA nie przedstawiono kompleksowych ilościowych danych na temat kosztów i korzyści skrócenia cyklu rozrachunku w UE. Wstępne analizy wpływu przejścia na T+1 wskazują, że uczestnicy narażeni są głównie na jednorazowe koszty zmian w swoich systemach informatycznych. ESMA szacuje, że łączne koszty wdrożenia nowego cyklu przez banki powiernicze (*custodian banks*) mogą wynieść od 1,6 do 5,3 mld euro. Jednocześnie wskazano, że część tych kosztów i tak zostałaby poniesiona przez te podmioty w związku z wdrażaniem środków mających na celu zwiększenie skuteczności rozrachunku. W odniesieniu do CDPW zwrócono uwagę, że podmioty te już obecnie przeprowadzają rozrachunek w terminie T+1 lub T+0¹⁶. Wstępne analizy wpływu nowego standardu rozrachunku na europejskie instytucje infrastruktury wskazują, że konieczne będzie dopracowanie harmonogramów obrotu transakcji i ich rozrachunku oraz wprowadzenie przez CCP zmian w zarządzaniu zabezpieczeniami.

Przygotowania krajowych uczestników rynku i podmiotów infrastruktury do skróconego cyklu rozrachunku

Dla KDPW jako podmiotu prowadzącego centralny depozyt papierów wartościowych zgodnie z rozporządzeniem CSDR planowane skrócenie cyklu rozrachunkowego wiązałoby się z wprowadzeniem zmian w harmonogramie dnia rozrachunku transakcji papierami wartościowymi, w tym godzin i częstotliwości sesji rozrachunkowych oraz rozrachunków pieniężnych (w uzgodnieniu z NBP)¹⁷. Z kolei dla KDPW_CCP skrócenie cyklu rozrachunku może się wiązać z obniżeniem przychodów finansowych z tytułu zarządzania zabezpieczeniami.

Uczestnicy KDPW, podobnie jak uczestnicy innych europejskich autoryzowanych depozytów papierów wartościowych, będą musieli usprawnić i zautomatyzować proces przepływu instrukcji dotyczących

potwierdzania transakcji przez ich klientów oraz kierowania ich do rozrachunku. Będzie się to wiązało z poniesieniem określonych nakładów finansowych, jednak na obecnym etapie trudno oszacować szczegółowe koszty dostosowań do skrócenia cyklu rozrachunku po stronie uczestników rynku.

¹ *Shortening the Securities Transaction Settlement Cycle* (dostępne na stronie <https://www.sec.gov/>), SEC, 5 May 2023.

² *T+1 Securities Settlement Industry Implementation Playbook* (dostępne na stronie <https://www.dtcc.com/>), DTCC, ICI, SIFMA, Deloitte, December 2023.

³ Wotton V., *Successful T+1 Implementation in the U.S.: What Insights Can Be Applied to Other Markets?* (dostępne na stronie <https://www.dtcc.com/>), DTCC, 26 August 2024.

⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L257 z 2014 r., s. 1 z późn. zm.). Wynikające z tej regulacji wymogi w zakresie terminu rozrachunku stosuje się od 1 stycznia 2015 r.

⁵ Zgodnie z dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349, z późn. zm.) przez pojęcie systemu obrotu należy rozumieć każdy rynek regulowany, MTF (ASO) lub OTF.

⁶ *Commission Staff Working Document. Proposal regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 909/2014 as regards a shorter settlement cycle in the Union* (dostępne na stronie <https://eur-lex.europa.eu/>), European Commission, COM (2025) 38 wersja ostateczna, Brussels, 12 luty 2025 r.

⁷ W Chinach kontynentalnych współistnieje kilka standardów rozrachunku, co wynika z segmentacji chińskiego rynku akcji i statusu kontrahentów na rynku obligacji. W przypadku tzw. akcji klasy A w Chinach kontynentalnych dokonuje się obecnie rozrachunku papierów wartościowych w dniu transakcji (T+0) i środków pieniężnych w następnym dniu roboczym (T+1). Z kolei akcje serii B mają dłuższy termin rozrachunku – musi on zostać przeprowadzony w ciągu 3 dni od daty zawarcia transakcji (T+3).

⁸ *Commission Staff Working Document* (dostępne na stronie <https://eur-lex.europa.eu/>), op. cit.

⁹ *Report. ESMA assessment of the shortening of the settlement cycle in the European Union* (dostępne na stronie <https://www.esma.europa.eu/>), ESMA, 18 November 2024.

¹⁰ *Commission Staff Working Document* (dostępne na stronie <https://eur-lex.europa.eu/>), op. cit.

¹¹ *Shortening the standard securities settlement cycle in the European Union: next steps* (dostępne na stronie <https://www.esma.europa.eu/>), ESMA, European Commission, ECB, 15 September 2024.

¹² Robocza grupa ekspertów z państw członkowskich opowiedziała się za jednoczesną, a nie etapową zmianą papierów wartościowych objętych zakresem art. 5 ust. 2 rozporządzenia CSDR. Protokół z posiedzenia tej grupy (z 5 września 2024 r.) jest dostępny na stronie <https://ec.europa.eu/>.

¹³ *Report. ESMA assessment of the shortening of the settlement cycle in the European Union* (dostępne na stronie <https://www.esma.europa.eu/>), op. cit.

¹⁴ *Report. ESMA assessment of the shortening of the settlement cycle in the European Union* (dostępne na stronie <https://www.esma.europa.eu/>), op. cit.

¹⁵ *Feedback statement. Call for evidence on shortening the settlement cycle* (dostępne na stronie <https://www.esma.europa.eu/>), ESMA, 21 March 2024 r.

¹⁶ Przykładowo z danych pozyskanych przez ESMA z platformy TARGET2-Securities (T2S) oraz od CDPW nieuczestniczących w T2S wynika, że np. w przypadku obligacji skarbowych i instrumentów rynku pieniężnego znaczna część rozrachunku jest już obecnie przeprowadzana w T+0 lub T+1.

¹⁷ *Ocena funkcjonowania polskiego systemu płatniczego w II półroczu 2024 r.* (dostępne na stronie <https://nbp.pl/system-platniczy/>), NBP, Warszawa, maj 2025 r., s. 39–40.

KDPW_TR

Na koniec 2024 r. uczestnikami prowadzonego przez KDPW repozytorium transakcji dla instrumentów pochodnych, autoryzowanego zgodnie z rozporządzeniem EMIR, były 274 podmioty z 17 państw europejskich. W analizowanym okresie przyjęto ponad 1 051 mln raportów, w tym ponad 545 mln dotyczyło nowych kontraktów. Spadek liczby przyjętych raportów w stosunku do lat poprzednich wynikał m.in. ze zmian w rozporządzeniu EMIR w zakresie sposobu raportowania, polegających m.in. na wprowadzeniu nowego standardu danych i formatów zgłoszeń instrumentów pochodnych. W analizowanym okresie z 40 do 45 wzrosła liczba uczestników zagranicznych. Ponadto w 2024 r. dostęp do repozytorium transakcji miały 43 organy nadzoru i banki centralne z UE (w tym m.in. ESMA i EBC), którym udostępniano raporty zarówno bezpośrednio, jak i za pośrednictwem systemu TRACE).

Ponadto KDPW prowadził autoryzowane, zgodnie z rozporządzeniem SFTR¹⁰⁴, repozytorium dla transakcji finansujących, w których jako zabezpieczenie wykorzystywane były papiery wartościowe (*securities financing transactions*, SFT). Obsługiwane były raporty o wszystkich typach transakcji SFT. Na koniec 2024 r. uczestnikami tego repozytorium było 71 podmiotów (o jeden mniej niż na koniec poprzedniego roku), a liczba raportów dotyczących SFT w 2024 r., podobnie jak w 2023 r., wyniosła 1,15 mln. Dostęp do repozytorium na koniec analizowanego okresu miały 32 organy nadzoru i banki centralne z UE.

KDPW_CCP

W 2024 r. KDPW_CCP, autoryzowany zgodnie z rozporządzeniem EMIR kontrahent centralny (CCP), oferował rozliczanie:

- transakcji nominowanymi w złotych instrumentami finansowymi w obrocie zorganizowanym: akcjami, PDA, prawami poboru, certyfikatami inwestycyjnymi, obligacjami skarbowymi (transakcje *outright*), obligacjami nieskarbowymi, listami zastawnymi, tytułami uczestnictwa funduszy ETF i ETC, produktami strukturyzowanymi, a także kontraktami terminowymi na indeksy akcji i akcje spółek, opcjami indeksowymi, kontraktami *futures* na kursy walut,
- transakcji nominowanymi w euro papierami dłużnymi dopuszczonymi do obrotu zorganizowanego,
- nominowanych w złotych i w euro transakcji pochodnych FRA, IRS, OIS i *basis swap*, zawieranych na rynku OTC,
- nominowanych w złotych transakcji *outright* obligacjami skarbowymi i transakcji *repo* zabezpieczonych tymi papierami dłużnymi, zawieranych na rynku zorganizowanym, w tym na TBSP.

¹⁰⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L337 z 2015 r., s.1 z późn. zm.).

Ponadto KDPW_CCP jest uprawniony do prowadzenia rozliczeń i rozrachunku (w euro) transakcji zawartych podczas aukcji sprzedaży na rynku pierwotnym uprawnień do emisji gazów cieplarnianych EUA/EUAA (European Union Allowances/European Union Aviation Allowances). W 2024 r., podobnie jak w poprzednich latach, nie rozliczano takich transakcji, bowiem platforma aukcyjna, która może być prowadzona przez Towarową Giełdę Energii, nie została wpisana do odpowiedniego wykazu platform aukcyjnych¹⁰⁵.

W 2024 r. KDPW_CCP rozliczył 39,2 mln transakcji zawartych na rynkach prowadzonych przez GPW i BondSpot (więcej o 12,5% niż rok wcześniej). Ponadto izba przyjęła do rozliczenia 1 423 transakcje nominowanymi w złotych instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej (przede wszystkim IRS, a w dalszej kolejności FRA) o wartości nominalnej 305 mld zł. Wartość nominowanych w euro transakcji OTC, kierowanych przez banki do rozliczenia przez KDPW_CCP, była podobnie jak w poprzednich latach niewielka i w analizowanym okresie wyniosła zaledwie 29 mln euro (rozliczono jedynie cztery takie transakcje).

W ramach systemu zabezpieczenia płynności rozliczeń transakcji KDPW_CCP prowadził cztery odpowiednio wydzielone fundusze na wypadek niewykonania zobowiązań przez uczestników rozliczających izby:

- fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW i na rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot,
- fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych w ASO prowadzonym przez GPW i w ASO prowadzonym przez BondSpot,
- fundusz zabezpieczający rozliczanie transakcji zawieranych poza obrotem zorganizowanym (tj. transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej i transakcji *repo* zabezpieczonych obligacjami skarbowymi),
- fundusz zabezpieczający pożyczki na zlecenie.

Na koniec 2024 r. uczestnikami rozliczającymi KDPW_CCP wnoszącymi wpłaty do pierwszego z wymienionych funduszy były 24 podmioty. W rozliczaniu transakcji zawieranych w ASO przez GPW i BondSpot również uczestniczyły 24 instytucje finansowe. Wpłaty do funduszu zabezpieczającego rozliczanie transakcji OTC wносиło 13 podmiotów (wyłącznie banki krajowe). Z kolei w funduszu zabezpieczającym rozliczanie pożyczek na zlecenie nie było środków, bowiem do końca 2024 r. żadna instytucja nie złożyła deklaracji przystąpienia do tego funduszu.

¹⁰⁵ KNF 20 grudnia 2016 r. udzieliła TGE zezwolenia na prowadzenie platformy aukcyjnej uprawnień do emisji gazów cieplarnianych EUA/EUAA, o ile po uzyskaniu zezwolenia platforma ta zostanie wyznaczona na krajową platformę aukcyjną oraz zostanie wpisana przez organy UE do wykazu platform aukcyjnych w Załączniku III rozporządzenia KE nr 1031/2010 z dnia 12 listopada 2010 r. w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych w Unii (Dz. Urz. UE L337 z 2010 r., s. 1 z późn. zm.).

Jednym z głównych wyzwań dla KDPW_CCP była utrzymująca się od wielu lat dominująca pozycja LCH Ltd. na globalnym rynku rozliczeń nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej. Było to związane ze strukturą rynku tych transakcji, zdominowaną przez aktywność nierezydentów będących bezpośrednimi uczestnikami zagranicznych CCP, w szczególności LCH Ltd., a także CME Clearing, który dokonuje rozliczeń wspomnianych operacji, oraz Eurex, który ma możliwość ich rozliczania.

W związku z przyjęciem przez organy UE zmian w rozporządzeniu EMIR i planowanym wejściem w życie w 2025 r. przepisów dotyczących otwierania tzw. aktywnych rachunków można oczekiwać zwiększonej presji konkurencyjnej ze strony unijnych CCP w zakresie pozyskiwania nowych klientów do rozliczania transakcji nominowanych w złotych.

SKARBNET4

Prowadzony przez NBP system SKARBNET4 obsługuje rozliczanie i rozrachunek transakcji bonami pieniężnymi emitowanymi przez NBP oraz bonami skarbowymi, a także pełni funkcję centralnego depozytu dla tych papierów wartościowych. Na koniec 2024 r. uczestnikami SKARBNET4 było 39 podmiotów (36 banków, NBP, KDPW oraz BFG). Od kilku lat pod względem wartości przetworzonych transakcji dominowały transakcje bonami pieniężnymi (tabela 3.3.1), co wynikało ze skali emisji tych instrumentów. W analizowanym okresie w systemie tym nie przetworzono żadnej transakcji bonami skarbowymi, ponieważ Minister Finansów nie emitował w 2024 r. takich instrumentów. Planowane skrócenie cyklu rozrachunkowego w UE (z T+2 na T+1)¹⁰⁶ nie powinno mieć wpływu na funkcjonowanie systemu SKARBNET4, ponieważ rozrachunek transakcji już jest przeprowadzany zgodnie z zasadą DvP w czasie rzeczywistym według modelu I¹⁰⁷.

Tabela 3.3.1. Liczba i wartość zarejestrowanych w SKARBNET4 transakcji bonami skarbowymi i bonami pieniężnymi w latach 2021–2024

	Liczba transakcji (w tys.)				Wartość transakcji (w mld zł)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Bony skarbowe	0,1	0,0	0,0	0,0	20,7	0,0	0,0	0,0
Bony pieniężne	0,3	0,3	0,3	0,3	12 242,0	12 253,6	16 907,4	19 820,0

Uwaga: liczba transakcji obejmuje wyłącznie rynek wtórny, natomiast wartość transakcji obejmuje zarówno rynek pierwotny, jak i wtórny.

Źródło: NBP.

¹⁰⁶ Report. ESMA assessment of the shortening of the settlement cycle in the European Union (materiał dostępny na stronie <https://www.esma.europa.eu/>), op. cit.

¹⁰⁷ W modelu I następuje jednoczesny rozrachunek papierów wartościowych i środków pieniężnych. Szerzej w: *Delivery Versus Payment in securities settlement systems* (materiał dostępny na stronie <https://www.bis.org/>), Bank for International Settlements, Basle, September 1992, s. 17.

GPW Benchmark

GPW Benchmark, spółka zależna GPW, jest administratorem wskaźników stóp procentowych w rozumieniu rozporządzenia BMR. W analizowanym okresie spółka opracowywała trzy takie wskaźniki: WIBOR, WIBID oraz WIRON. W styczniu 2024 r. GPW Benchmark opublikowała materiał prezentujący wpływ dokonanej przez spółkę rewizji historycznych danych wejściowych WIRON na zasób transakcyjny i przebieg wskaźnika WIRON oraz Rodziny Indeksów Składanych WIRON¹⁰⁸. Konsekwencją rewizji była rezygnacja z publikacji indeksu jednopodstawowego WIRON¹⁰⁹ oraz publikacja zaktualizowanych plików uwzględniających historyczne przebiegi indeksów z rodziny WIRON¹¹⁰. W 2024 r. GPW Benchmark prowadziła prace analityczne mające na celu wsparcie Komitetu Sterującego Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych podczas przeglądu i analizy wskaźników alternatywnych dla WIBOR typu RFR oraz dokonała obowiązkowej oceny zdolności kluczowego wskaźnika referencyjnego WIBOR do pomiaru rynku, którego pomiar jest jego celem. Ocenę tę spółka przekazała do KNF z końcem 2024 r.

GPW Benchmark jest ponadto administratorem indeksów giełdowych i obligacji. W 2024 r. spółka rozpoczęła publikację dwóch nowych indeksów strategii: mWIG40TRsh oraz mWIG40TRlv. W swojej konstrukcji i celach pomiaru zjawisk ekonomicznych są one analogiczne do publikowanych wcześniej WIG20TRsht i WIG20TRlev¹¹¹. Nowe wskaźniki odzwierciedlają przebieg indeksu mWIG40TR (dochodowa wersja indeksu mWIG40). Od kwietnia 2024 r. spółka rozpoczęła także publikację nowego indeksu regionalnego GPWB-CENTR, który obejmuje spółki z giełd w Budapeszcie, Bukareszcie, Bratysławie, Lublanie, Pradze, Warszawie i Zagrzebiu¹¹². Jest to pierwszy indeks publikowany przez GPW Benchmark w formule dochodowej netto¹¹³. W 2024 r. GPW Benchmark zaprzestała publikacji Indeksów WIGtech (w formule cenowej) oraz WIG-ESG w związku z brakiem zainteresowania wśród uczestników rynku¹¹⁴.

¹⁰⁸ Materiał Weryfikacja wpływu rewizji historycznych Danych Wejściowych WIRON na Zasób Transakcyjny i przebieg indeksu WIRON oraz Rodziny Indeksów Składanych WIRON dostępny na stronie <https://gpwbenchmark.pl/>.

¹⁰⁹ Komunikat GPW Benchmark SA z 5 stycznia 2024 r. w sprawie zaprzestania opracowywania indeksu WIRON Indeks Jednopodstawowy dostępny na stronie <https://gpwbenchmark.pl/>.

¹¹⁰ Zaktualizowane pliki uwzględniające historyczne przebiegi Indeksu WIRON oraz indeksów z Rodziny Indeksów Składanych dostępne na stronie <https://gpwbenchmark.pl/>.

¹¹¹ Komunikat z 20 marca 2024 r. o rozpoczęciu publikacji nowych indeksów strategii dostępny na stronie <https://gpwbenchmark.pl/>.

¹¹² Komunikat z 8 kwietnia 2024 r. dotyczący uruchomienia przez GPW Benchmark indeksu regionalnego GPWB-CENTR dostępny na stronie <https://gpwbenchmark.pl/>.

¹¹³ Przy kalkulacji indeksu uwzględniane są nie tylko ceny poszczególnych instrumentów uczestniczących w jego portfelu, ale także dochody z tytułu dywidend netto, czyli po odliczeniu podatku, a także dochody z tytułu praw poboru, akcji bonusowych oraz innych dochodów przysługujących akcjonariuszom z tytułu posiadanych akcji.

¹¹⁴ Komunikat z 20 lutego 2024 r. o rozpoczęciu konsultacji publicznych zmian w Metodzie opracowywania Indeksów Giełdowych dostępny na stronie <https://gpwbenchmark.pl/>.

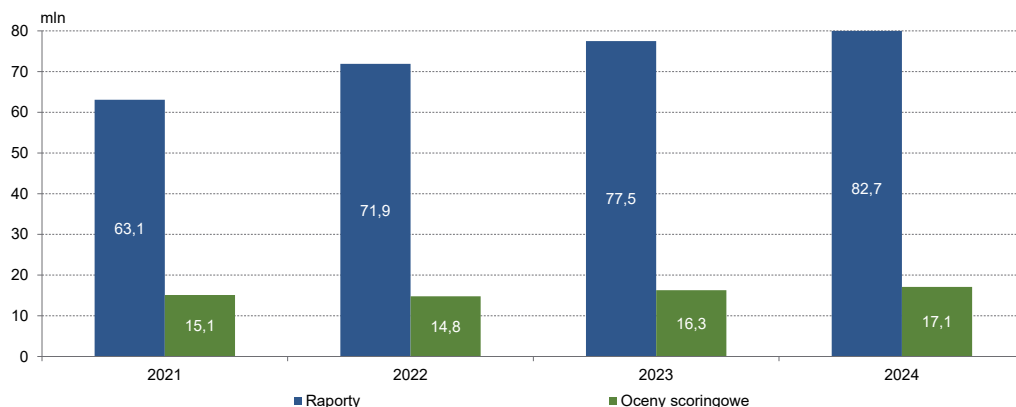
3.4. Instytucje zwiększające przejrzystość informacyjną

Biuro Informacji Kredytowej

W 2024 r. w systemie wymiany informacji Biura Informacji Kredytowej (BIK), zawierającym dane o historii kredytowej klientów instytucji finansowych, uczestniczyło 37 banków komercyjnych i banków zrzeszających, 492 banki spółdzielcze, KSKOK oraz 20 SKOK-i, a także 133 podmioty spoza sektora instytucji kredytowych¹¹⁵.

W analizowanym okresie liczba udostępnionych przez BIK raportów dotyczących klientów indywidualnych zwiększyła się o 6,6% w porównaniu z 2023 r. (wykres 3.4.1). W strukturze wspomnianych dokumentów przeważały tzw. „raporty zarządzanie” (75,5% wszystkich raportów udostępnianych przez BIK), które służyły wstępnej ocenie wiarygodności klienta w związku z oferowaniem mu kart kredytowych oraz innych niż kredyty produktów bankowych. Raporty kredytowe, które ściśle wiązały się z oceną zdolności kredytowej oraz wiarygodności klienta przy ubieganiu się o kredyt, stanowiły 21,5% raportów dotyczących klientów indywidualnych, a raporty monitorujące stan zobowiązań klienta wobec banku – 3,1%. Liczba wydanych ocen scoringowych wzrosła o 3,8% w porównaniu z poprzednim rokiem w związku ze zwiększeniem skali pobrań w trybie *offline* ocen wykorzystywanych w przetwarzaniu wniosków kredytowych.

Wykres 3.4.1. Liczba raportów oraz ocen scoringowych dotyczących klientów indywidualnych udostępnionych przez BIK w latach 2021–2024



Źródło: BIK.

Do systemu międzybankowej wymiany informacji o przedsiębiorcach (System Informacji BIK Przedsiębiorca) dane przekazywało 510 banków oraz 43 podmioty niebędące instytucjami kredytowymi. Z danych BIK wynika, że liczba zapytań o raporty wzrosła z 10,9 mln w 2023 r. do 11,6 mln w 2024 r., co było efektem częstszego monitorowania przez banki bieżącej sytuacji kredytowej ich klientów. Na koniec grudnia 2024 r. w bazie BIK znajdowało się 6,7 mln zbiorów

¹¹⁵ Sprawozdanie z działalności Zarządu Biura Informacji Kredytowej S.A. za rok obrotowy 2024, Warszawa, marzec 2025 r.

informacji o rachunkach kredytowych przedsiębiorców, a liczba podmiotów, których dane zgromadzono w tym systemie, wyniosła 3,5 mln¹¹⁶.

Instytucje oceniające ryzyko inwestycyjne (agencje ratingowe)

W 2024 r. oceny wiarygodności kredytowej były nadawane na krajowym rynku finansowym przez oddziały trzech agencji zagranicznych: Fitch Ratings Ireland, Moody's Investors Service Ltd i S&P Global Ratings Europe Ltd. W analizowanym okresie z prowadzenia działalności w Polsce w zakresie nadawania ratingów wycofała się jedyna krajowa agencja ratingowa, EuroRating (18 czerwca 2024 r. ESMA wycofała jej rejestrację). Podmiot ten przyznawał oceny wiarygodności kredytowej bankom, przedsiębiorstwom oraz funduszom poręczeniowym.

¹¹⁶ Liczba ta obejmowała: przedsiębiorstwa i rolników (występujących w roli głównych kredytobiorców, współkredytobiorców oraz przystępujących do długu), poręczycieli kredytów, dostawców zabezpieczeń kredytów, pełnomocników oraz osoby fizyczne reprezentujące przedsiębiorstwa.

3.5. Systemy ochrony uczestników rynku

Zgodnie z obowiązującymi przepisami BFG gwarantuje środki zgromadzone przez deponenta na rachunku w banku krajowym albo w SKOK-u do równowartości w złotych kwoty 100 tys. euro¹¹⁷.

Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny (UFG) zaspokaja roszczenia w przypadku ogłoszenia upadłości zakładu ubezpieczeń, jeżeli nie pozwala na to majątek dłużnika¹¹⁸. Z tytułu obowiązkowych umów ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych oraz obowiązkowych ubezpieczeń rolników i budynków rolniczych UFG pokrywa 100% wierzytelności, zaś w przypadku ubezpieczeń na życie gwarantuje 50% należnych świadczeń (nie więcej niż 30 tys. euro). Ponadto UFG zaspokaja roszczenia z tytułu szkód wynikających ze zdarzeń spowodowanych przez osoby bez ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych lub których tożsamości nie można ustalić. UFG zaspokaja także wspomniane roszczenia z tytułu szkód wyrządzonych przez rolników nieposiadających ubezpieczenia OC.

W analizowanym okresie nie zmieniły się zasady funkcjonowania obowiązkowego systemu rekompensat prowadzonego przez KDPW, który stanowił mechanizm ochrony uczestników rynku kapitałowego. W 2024 r. do wspomnianego systemu przystąpiły trzy podmioty: dom maklerski, towarzystwo funduszy inwestycyjnych oraz podmiot pośredniczący w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych. Z kolei cztery domy maklerskie oraz trzy podmioty pośredniczące w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych przestały być uczestnikami systemu rekompensat. W 2024 r. do KDPW wpłynął kolejny wniosek dotyczący wypłaty rekompensaty w związku z oddaleniem wniosku o ogłoszenie upadłości domu maklerskiego na podstawie art. 13 ustawy Prawo upadłościowe¹¹⁹. Uruchomienie wypłat będzie mogło nastąpić wyłącznie na podstawie prawomocnego orzeczenia sądu stwierdzającego prawo inwestora do otrzymania rekompensaty¹²⁰.

Ochroną konsumentów na polskim rynku usług finansowych zajmują się Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK), Rzecznik Finansowy oraz KNF. Prezes UOKiK ma uprawnienia do wszczęcia postępowania w zakresie praktyk naruszających zbiorowe interesy konsumentów na rynku usług finansowych. Ponadto w drodze decyzji administracyjnej może

¹¹⁷ Zakres podmiotowy deponentów objętych ochroną gwarancyjną BFG jest określony w art. 20 i 21 ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 487 z późn. zm.).

¹¹⁸ Dotyczy to również przypadków oddalenia wniosku o ogłoszenie upadłości zakładu ubezpieczeń, umorzenia postępowania upadłościowego, przymusowej likwidacji wspomnianego podmiotu.

¹¹⁹ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (tekst jednolity Dz.U. z 2025 r., poz. 614).

¹²⁰ Wynika to z faktu, że po zakończeniu działalności maklerskiej podmiot ten złożył oświadczenie o nieposiadaniu wiedzy na temat jakichkolwiek roszczeń inwestorów wobec spółki, które mogłyby podlegać zaspokojeniu ze środków systemu rekompensat.

uznać postanowienia wzorców umów zawieranych między konsumentami a instytucjami finansowymi za niedozwolone i zakazać ich wykorzystywania. Takie postanowienia określone są jako klauzule niedozwolone (abuzywne). Wspomniana decyzja Prezesa UOKiK po uprawomocnieniu jest skuteczna wobec wszystkich konsumentów, którzy zawarli z daną instytucją finansową umowę na podstawie wzorca zawierającego niedozwoloną klauzulę. W analizowanym okresie nie wydano takich decyzji w odniesieniu do instytucji finansowych. Prezes UOKiK prowadził postępowania dotyczące działań lub zaniechań, które naruszają zbiorowe interesy konsumentów. W 2024 r. wydano siedem decyzji stwierdzających stosowanie przez instytucje finansowe praktyk naruszających takie interesy¹²¹.

Do zadań Rzecznika Finansowego należy przede wszystkim rozpatrywanie indywidualnych skarg i wniosków dotyczących reklamacji złożonych przez konsumentów (klientów) instytucji finansowych, informowanie organów nadzoru i kontroli o dostrzeżonych nieprawidłowościach w działaniu tych instytucji oraz prowadzenie postępowań w sprawie pozasądowego rozwiązywania sporów konsumenckich. W 2024 r. do Rzecznika Finansowego wpłynęły 10 302 wnioski dotyczące ubezpieczeń gospodarczych i rynku emerytalnego oraz 8 713 skarg na banki oraz podmioty rynku kapitałowego. Rzecznik Finansowy uznał, odpowiednio, 7 463 skargi i 5 134 wnioski oraz podjął w związku z nimi odpowiednie czynności interwencyjne.

Klienci krajowych zakładów ubezpieczeń skarżyli się m.in. na odmowę uznania roszczenia o odszkodowanie (z tytułu umów ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych), wysokość tego roszczenia oraz opieszałość w wypłacie odszkodowań. W odniesieniu do wniosków kierowanych przez m.in. klientów banków skargi dotyczyły np. braku zgody na restrukturyzację zadłużenia w umowach o kredyt konsumencki, nieuznania sankcji darmowego kredytu. Kierowane do Rzecznika Finansowego skargi odnosiły się również do stosowania klauzul abuzywnych w umowach o kredyty mieszkaniowe udzielonych w walucie obcej lub indeksowanych do kursu waluty obcej, zmian wysokości stopy procentowej, oraz nieprawidłowości związanych z badaniem zdolności kredytowej klientów ubiegających się o taki kredyt.

Jednym z celów sprawowania przez KNF nadzoru nad rynkiem finansowym jest zapewnienie ochrony jego uczestników. Realizując ten cel, KNF m.in. kontroluje, czy podmioty rynku finansowego prowadzą działalność w sposób uwzględniający interesy klientów, w tym weryfikuje, czy świadczone przez podmioty maklerskie usługi i oferowane instrumenty finansowe są odpowiednie dla konsumentów. Ponadto do zadań KNF należy stwarzanie

¹²¹ Decyzje Prezesa UOKiK są publikowane na stronie internetowej Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. W analizowanym okresie dotyczyły one m.in. proponowania przez instytucje pożyczkowe wydłużenia okresu spłaty kredytu, co w konsekwencji prowadziło do zawyżania maksymalnej wysokości pozaodsetkowych kosztów kredytu, podawania konsumentom błędnej informacji na temat całkowitej kwoty pożyczki w umowie pożyczki oraz nieprawidłowego wyliczenia (tj. obniżenia) całkowitego kosztu kredytu konsumenckiego w związku z jego wcześniejszą spłatą.

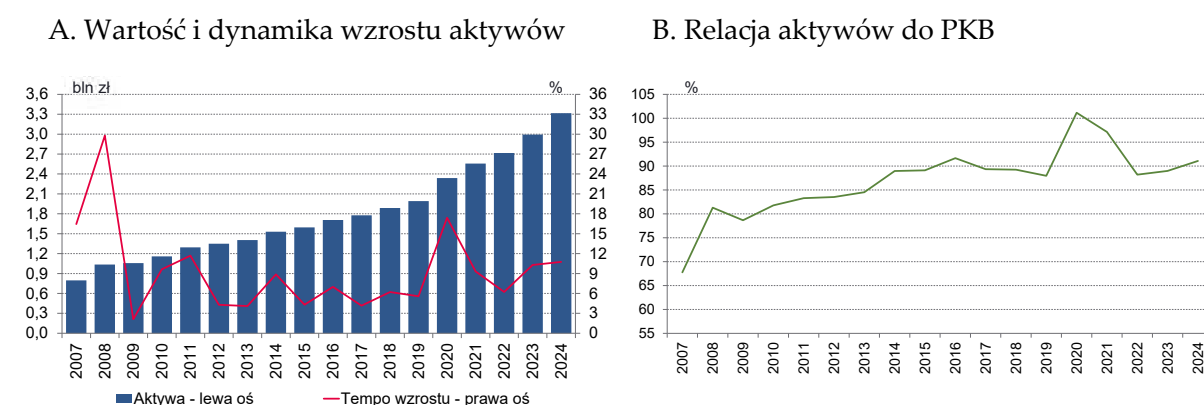
możliwości polubownego i pojednawczego rozstrzygania sporów między uczestnikami rynku finansowego. Przy KNF funkcjonuje sąd polubowny, rozpatrujący spory między konsumentami a nadzorowanymi podmiotami rynku finansowego. W strukturze tego sądu działa centrum arbitrażu i centrum mediacji.

4. Instytucje finansowe

4.1. Banki

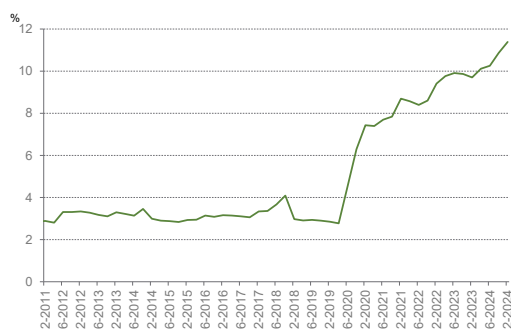
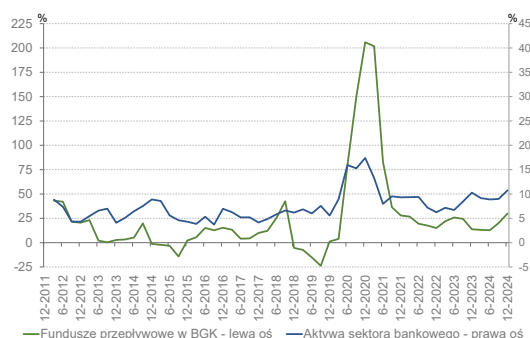
W 2024 r. sektor bankowy rozwijał się w tempie około 11% r/r. Aktywa sektora bankowego w relacji do PKB od dekady, z wyjątkiem dwóch lat po wybuchu pandemii COVID-19, utrzymywały się jednak na podobnym poziomie około 90%. (wykres 4.1.1). W porównaniu ze średnią w państwach członkowskich UE (około 250%) sektor bankowy w Polsce był niewielki.

Wykres 4.1.1. Aktywa sektora bankowego w latach 2007–2024



Źródło: NBP.

W sprawozdawczości ujęte były nie tylko banki prowadzące działalność komercyjną, ale również państwowy bank rozwoju (BGK), który zarządza funduszami celowymi, tzw. funduszami przepływowymi. Przez wiele lat wartość funduszy przepływowych pozostawała niewielka i nie wpływała istotnie na analizy sektora bankowego (wykres 4.1.2). Wzrosła natomiast w czasie pandemii COVID-19, gdy fundusz dedykowany jej przeciwdziałaniu był jednym ze źródeł wsparcia dla gospodarki. Od tego czasu liczba i aktywa funduszy wzrastały.

Wykres 4.1.2. Znaczenie aktywów funduszy przepływowych BGK w latach 2011–2024**A.** Udział aktywów funduszy przepływowych w aktywach sektora bankowego**B.** Dynamika aktywów funduszy przepływowych i aktywów sektora bankowego, r/r

Źródło: NBP, BGK.

4.1.1. Struktura aktywów banków

Należności od sektora niefinansowego tradycyjnie stanowiły największą kategorię aktywów sektora bankowego (tabela 4.1.1). Znaczne inwestycje banków w papiery dłużne od początku 2020 r., tj. od wybuchu pandemii COVID-19, spowodowały jednak, że różnica między udziałem należności a papierów wartościowych w bilansie banków systematycznie malała (z około 20 pkt proc. przed 2020 r. do około 1,5 pkt proc. w 2024 r.). Do tej istotnej zmiany strukturalnej przyczyniły się m.in.: z jednej strony niski popyt na kredyt i w konsekwencji niewielki przyrost (lub okresowe spadki) kwoty kredytów, a z drugiej strony systematycznie rosnące inwestycje banków w instrumenty dłużne.

W przyroście aktywów sektora bankowego w 2024 r. największy udział w wyrażeniu kwotowym miało zwiększenie się portfela papierów wartościowych (wykres 4.1.3). Skala wzrostu była jednak istotnie mniejsza niż rok wcześniej. Po raz pierwszy od końca 2021 r. wzrosła natomiast wartość kredytów zaciągniętych przez podmioty niefinansowe. Zwiększenie zadłużenia podmiotów niefinansowych i jednocześnie niższe niż w poprzednim roku inwestycje banków w papiery są korzystne dla finansowania gospodarki. Relacja kredytu do PKB jednak nie wzrosła i utrzymywała się na niskim poziomie, tj. 33%, podczas gdy 10 lat wcześniej przekraczała 50%.

Do wzrostu sumy bilansowej w 2024 r. przyczyniło się m.in. znaczne zwiększenie środków pieniężnych i należności w banku centralnym, które miało charakter przejściowy, związany z zarządzaniem krótkoterminową płynnością na przełomie roku. Ponadto w przypadku pozostałych aktywów największy udział we wzroście tej kategorii miały pozycje związane z działalnością funduszy celowych BGK, za pomocą których rząd realizował programy gospodarcze. Należności od sektora finansowego zwiększyły się w umiarkowanym stopniu,

tj. poniżej dynamiki aktywów ogółem. Należności te udzielone zostały głównie bankom i niebankowym instytucjom finansowym działającym na rynku krajowym.

Tabela 4.1.1. Aktywa sektora bankowego w latach 2020–2024

	2020	2021	2022	2023	2024
w mld zł					
Kasa i operacje z bankiem centralnym	86,6	118,8	92,6	97,8	175,4
Należności od sektora finansowego ¹	173,8	206,3	284,7	341,0	363,0
Należności od sektora niefinansowego ¹	1 099,9	1 153,8	1 136,7	1 114,4	1 164,6
Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych ¹	94,2	94,0	98,6	103,9	114,8
Papiery wartościowe ²	701,5	746,6	812,6	1 012,6	1 115,3
Instrumenty pochodne	31,6	40,3	56,4	45,4	33,1
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	27,9	27,5	27,3	29,2	30,0
Pozostałe aktywa	122,9	168,9	206,5	249,9	320,1
Suma bilansowa	2 338,4	2 556,2	2 715,4	2 994,2	3 316,3
w % sumy bilansowej					
Kasa i operacje z bankiem centralnym	2,9	4,0	3,1	3,3	5,3
Należności od sektora finansowego ¹	5,8	6,9	9,5	11,4	10,9
Należności od sektora niefinansowego ¹	36,7	38,5	38,0	37,2	35,1
Należności od sektora instytucji rządowych i samorządowych ¹	3,1	3,1	3,3	3,5	3,5
Papiery wartościowe ²	23,4	24,9	27,1	33,8	33,6
Instrumenty pochodne	1,1	1,3	1,9	1,5	1,0
Aktywa trwałe i wartości niematerialne i prawne	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9
Pozostałe aktywa	4,1	5,6	6,9	8,3	9,7

¹ Z wyłączeniem instrumentów dłużnych.

² Instrumenty dłużne i kapitałowe.

Źródło: NBP.

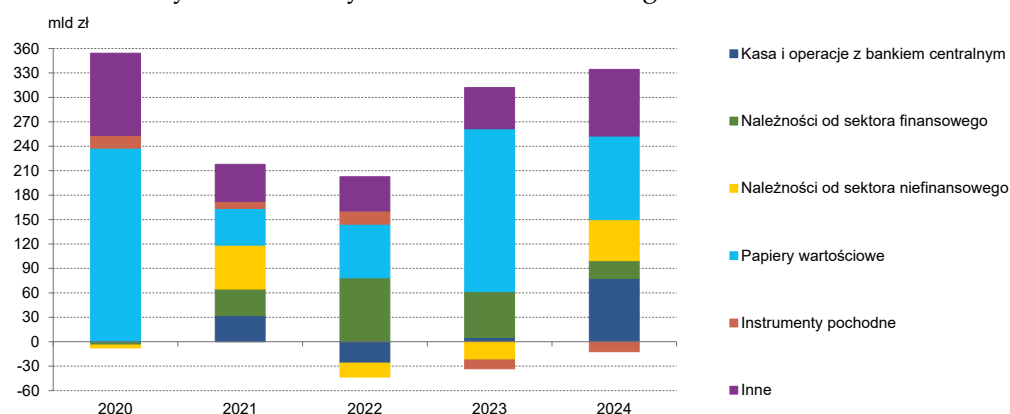
Poprawa koniunktury w 2024 r. oraz bardzo dobra sytuacja na rynku pracy przyczyniły się do wzrostu popytu na kredyt. Sprzyjało temu m.in. podniesienie zdolności kredytowej gospodarstw domowych na skutek wzrostu płac realnych (dwucyfrowego w I połowie roku) i złagodzenie warunków polityki kredytowej banków w wyniku obniżek stóp procentowych przez RPP pod koniec 2023 r. Kryteria polityki kredytowej zmieniały się w stosunkowo niewielkim stopniu, ale w II połowie roku przeważały tendencje do ich łagodzenia, zwłaszcza w odniesieniu do kredytów konsumpcyjnych oraz kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw (wykres 4.1.4).

Dynamika roczna kredytów mieszkaniowych stopniowo rosła. W marcu 2024 r. zadłużenie gospodarstw domowych (r/r) z tego tytułu zwiększyło się po raz pierwszy od połowy 2022 r. i w kolejnych miesiącach kontynuowało wzrosty (wykres 4.1.6). Tempo wzrostu kredytów złotych (8,4%¹²² r/r w grudniu 2024 r.) pozostawało pod wpływem rządowego programu

¹²² Dynamika należności/kredytów przywoływana w tym rozdziale dotyczy danych monetarnych (dla rezydentów) po wyeliminowaniu wpływu zmian kursów walutowych.

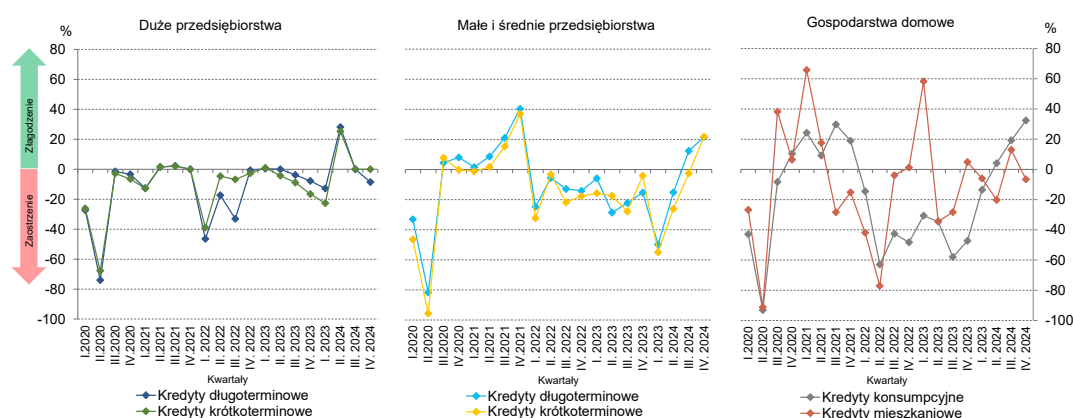
wsparcia dla kredytobiorców spełniających warunki określone w ustawie („Bezpieczny Kredyt 2%”)¹²³. Przyjmowanie wniosków o kredyt ze wsparciem zakończyło się z końcem 2023 r.¹²⁴, ale kredyty na ich podstawie były udzielane również w I połowie 2024 r., co miało wpływ na zwiększenie akcji kredytowej (wykres 4.1.5).

Wykres 4.1.3. Zmiany wartości aktywów sektora bankowego r/r w latach 2020–2024



Źródło: NBP.

Wykres 4.1.4. Kryteria udzielania kredytów w latach 2020–2024



Uwaga: wykresy ukazują procent netto. Dodatnie wartości oznaczają złagodzenie polityki kredytowej w danym kwartale, natomiast wartości ujemne – jej zaostrzenie.

Źródło: „Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych”, NBP, edycja z lat 2020–2024.

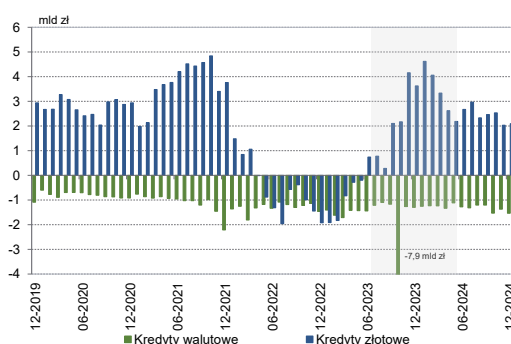
¹²³ Ustawa z dnia 26 maja 2023 r. o pomocy państwa w oszczędzaniu na cele mieszkaniowe (Dz.U. 2023 r., poz. 1114). Więcej na temat programu i udzielonych kredytów w: „Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r.”, NBP, ramka 4.1.1, s. 94.

¹²⁴ W związku z wyczerpaniem się puli środków przeznaczonych na dopłaty do kredytów zaciągniętych w ramach programu w latach 2023–2024 przyjmowanie wniosków zostało wstrzymane od 2 stycznia 2024 r. Banki mogły rejestrować wnioski w systemie ewidencji dopłat do 7 stycznia 2024 r.

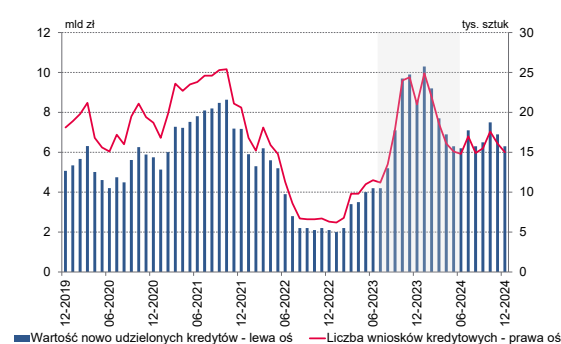
Z kolei w kierunku spowolnienia tempa wzrostu kredytów mieszkaniowych oddziaływały zwiększone nadpłaty i wcześniejsze całkowite spłaty kredytów (szacowane przez BIK na 44 mld zł), które wartościowo odpowiadały ponad połowie nowej akcji kredytowej w 2024 r. Dodatkowo, w szybkim tempie spadała wartość walutowych kredytów mieszkaniowych (według danych monetarnych¹²⁵ spadek wyniósł około 15 mld zł, a tempo zmian $-21,2\%$ r/r). Wynikało to z systematycznych spłat kredytów walutowych (przy braku napływu nowych kredytów do portfela), konwersji części na kredyty złotowe m.in. w wyniku zawieranych ugód z klientami oraz z unieważniania umów na podstawie rozstrzygnięć sądowych¹²⁶.

Wykres 4.1.5. Kredyty mieszkaniowe w latach 2019–2024

A. Kredyty mieszkaniowe w podziale na walutę (zmiana stanów, m/m)



B. Nowa akcja kredytowa w danym miesiącu



Uwagi: statystyka monetarna (panel A); na szaro zaznaczony okres udzielania kredytów z rządowego programu wsparcia; nagły spadek wartości kredytów walutowych w październiku 2023 r. wynikał z usunięcia z populacji sprawozdawczej Getin Noble Banku, który 30 września 2022 r. rozpoczął proces przymusowej restrukturyzacji. Źródło: NBP (panel A), BIK (panel B).

Zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych również stopniowo się zwiększało w trakcie roku. Najszybciej przyrastały kredyty gotówkowe, w tym zwłaszcza kredyty wysokokwotowe (w 2024 r. banki udzieliły 45% więcej niż rok wcześniej kredytów o wartości powyżej 100 tys. zł¹²⁷). Wśród kredytów gotówkowych największe znaczenie miały tzw. kredyty konsolidacyjne, które w całości lub znacznej mierze były przeznaczane na spłatę wcześniejszych zobowiązań gospodarstw domowych. Szybsze spłaty kredytów i duży udział kredytów konsolidacyjnych spowodowały, że dynamika roczna kredytów konsumpcyjnych (zmiana stanu) była znacznie niższa (6% r/r) niż nowa akcja kredytowa (około 25% r/r¹²⁸).

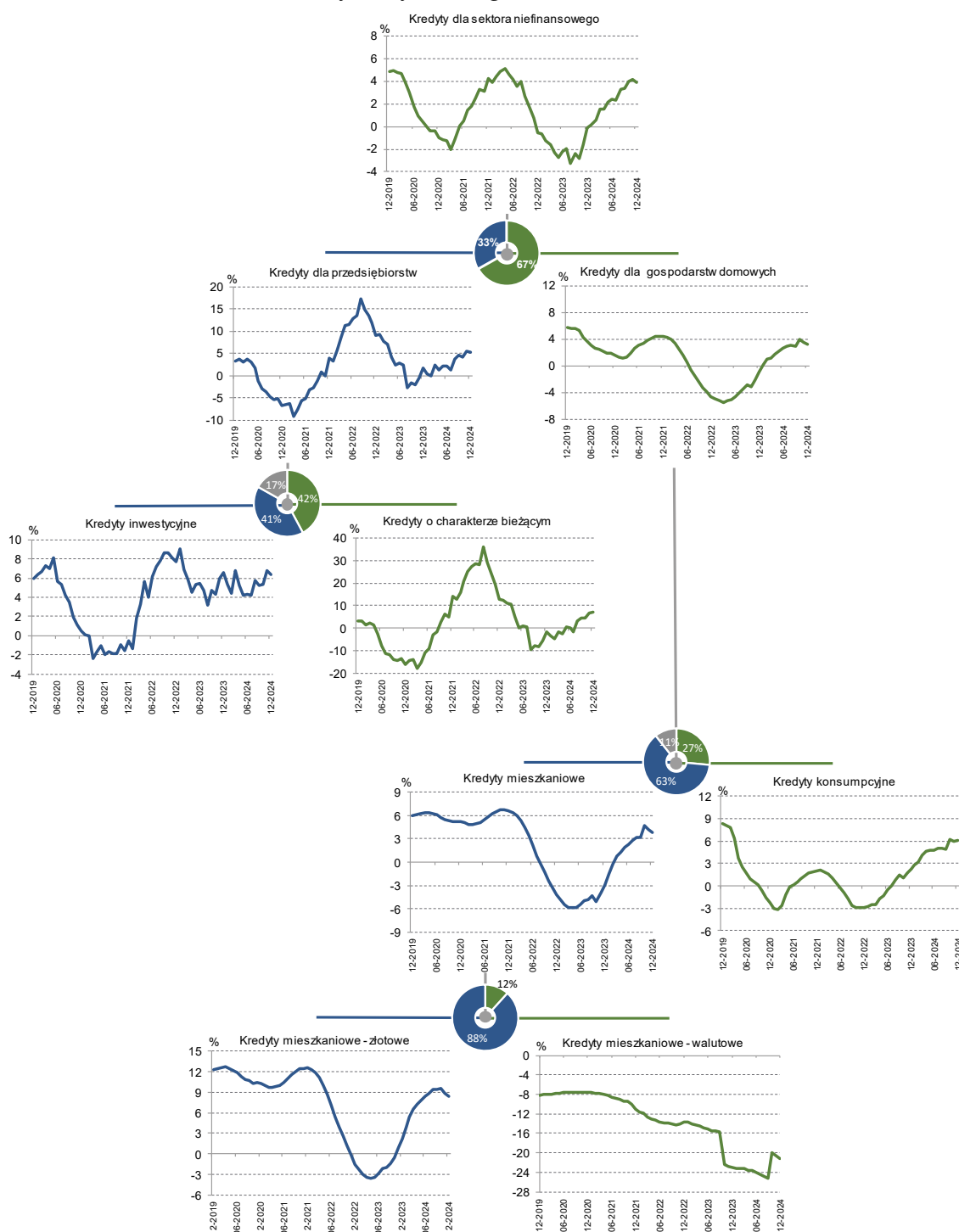
¹²⁵ Dane monetarne nie uwzględniają rezerw.

¹²⁶ Szerzej na temat ryzyka prawnego walutowych kredytów mieszkaniowych, w tym spraw sądowych i dobrowolnych ugód z klientami, oraz konsekwencji finansowych tych procesów dla banków w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2025 r.”, NBP.

¹²⁷ „Finansowanie konsumentów przez banki i instytucje pożyczkowe, podsumowanie 2024 r. i perspektywy na 2025 r.”, BIK, 30.01.2025.

¹²⁸ Łącznie kredyty gotówkowe i ratalne (źródło: BIK).

Wykres 4.1.6. Tempo zmian (r/r) wybranych kategorii kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2019–2024 oraz struktura wybranych kategorii na koniec 2024 r.



Uwagi: statystyka monetarna, dane po wyeliminowaniu wpływu zmian kursów walutowych. Wykresy kołowe prezentują strukturę kategorii kredytów przedstawionych na wykresach liniowych.

Źródło: NBP.

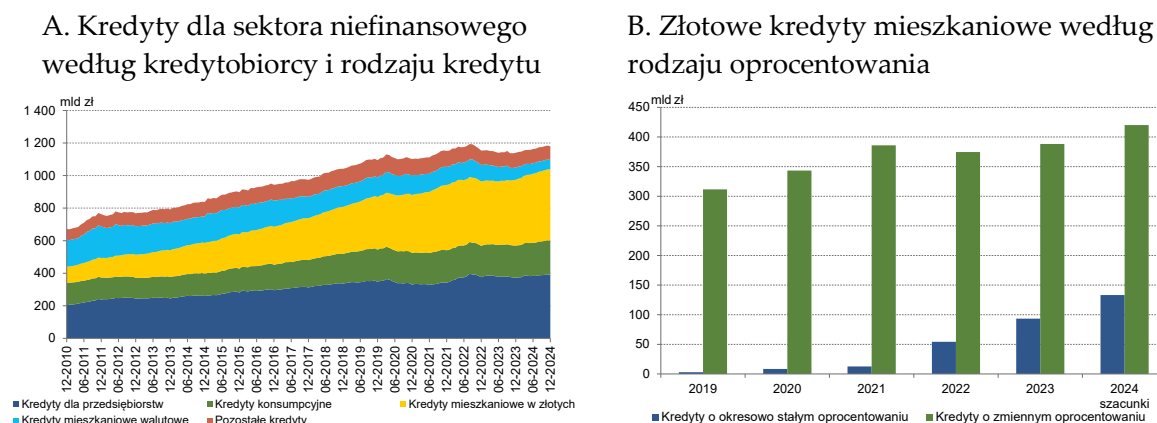
Podobnie jak w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych dynamika kredytów dla przedsiębiorstw zwiększała się, a w strukturze wzrostu dominowały kredyty o charakterze inwestycyjnym. Zadłużenie z tytułu kredytów o charakterze bieżącym wzrosło dopiero w II połowie 2024 r. Mimo tych pozytywnych sygnałów wykorzystanie kredytu przez przedsiębiorstwa pozostawało niewielkie. Wynikało to głównie z czynników strukturalnych, tj. tradycyjnego finansowania działalności przede wszystkim ze środków własnych. Duże znaczenie miało też zadłużenie zagraniczne. Stopniowo wzrastało również wykorzystanie leasingu. Dodatkowo, od dwóch lat przedsiębiorstwa ankietowane przez NBP wskazywały na spadek zainteresowania kredytem (mierzony odsetkiem złożonych wniosków kredytowych)¹²⁹. W efekcie skala finansowania obcego przedsiębiorstw od 2022 r. obniżała się, a udział zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek w ich sumie bilansowej był niższy od wieloletniej średniej.

Struktura produktowa kredytów dla sektora niefinansowego cechuje się niewielką zmiennością w czasie, m.in. ze względu na długoterminowy charakter dużej części tych aktywów, zwłaszcza kredytów mieszkaniowych (wykres 4.1.7, panel A). Kredyty dla gospodarstw domowych (osób prywatnych, rolników i przedsiębiorców indywidualnych) znacznie przewyższały wartość kredytów dla przedsiębiorstw, a wśród nich największą kategorię stanowiły kredyty mieszkaniowe (około 42% kredytów dla sektora niefinansowego na koniec 2024 r.).

Jedną z wyraźniejszych zmian w strukturze kredytów na przestrzeni ostatnich 10 lat był spadek udziału walutowych kredytów mieszkaniowych w kredytach mieszkaniowych ogółem (do 12% z 50% na początku 2014 r.; po uwzględnieniu rezerw na ryzyko prawne udział kredytów walutowych spadłby do 1%). Większość kredytów mieszkaniowych nominowanych w walutach obcych została zaciągnięta w latach 2006–2008, m.in. ze względu na niższe oprocentowanie kredytów we frankach szwajcarskich w porównaniu z oprocentowaniem kredytów w złotych. Od 2011 r. kredyty walutowe były udzielane sporadycznie i jedynie osobom, których przychody nominowane były w walucie kredytu. Mimo niskich stanów bilansowych walutowe kredyty mieszkaniowe nadal generują ryzyko prawne, którego skutki finansowe mogą mieć niekorzystny wpływ na rozwój sektora bankowego w najbliższych latach.

¹²⁹ Źródło: „Szybki Monitoring NBP. Analiza sytuacji sektora przedsiębiorstw”, Nr 01/25 (styczeń 2025 r.).

Wykres 4.1.7. Kredyty dla sektora niefinansowego w podziale rodzajowym i według rodzaju oprocentowania



Uwaga: panel A – statystyka monetarna, panel B – statystyka nadzorczo-ostrożnościowa. Dane ze statystyki monetarnej nie uwzględniają rezerw na ryzyko kredytowe i prawne.

Źródło: NBP, UKNF.

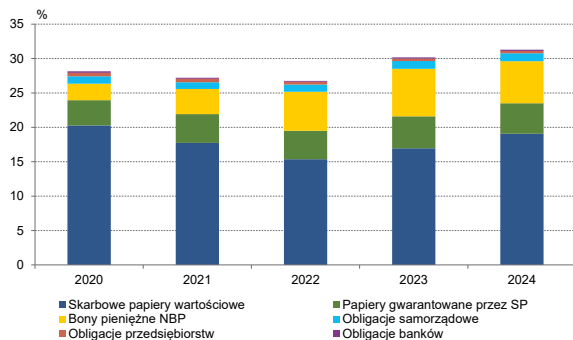
Inną ważną zmianą strukturalną w portfelu kredytowym był wzrost udziału kredytów mieszkaniowych o stałej lub okresowo stałej stopie procentowej. Poza zacieśnieniem polityki pieniężnej do upowszechnienia kredytów o okresowo stałej stopie przyczyniło się duże zainteresowanie gospodarstw domowych kredytami mieszkaniowymi w programie „Bezpieczny Kredyt 2%”. Stała (okresowo) formuła oprocentowania tych kredytów była określona ustawowo na okres wypłacania wsparcia (do 10 lat). W efekcie w latach 2023–2024 znacznie wzrósł udział kredytów o okresowo stałej stopie procentowej w wartości złotych kredytów mieszkaniowych, zarówno nowo udzielonych, jak i pozostających w bilansach banków (wykres 4.1.7, panel B). Kredytów mieszkaniowych o zmiennej stopie procentowej nadal było jednak znacznie więcej niż średnio w państwach członkowskich UE. Impulsem do dalszego wzrostu kredytów o stałej (okresowo) stopie procentowej może być wejście w życie od końca 2026 r. rekomendacji KNF dotyczącej wskaźnika finansowania długoterminowego (WFD), która w sposób preferencyjny traktuje kredyty o stałej i okresowo stałej stopie procentowej¹³⁰.

Drugą co do wartości pozycją aktywów sektora bankowego były papiery wartościowe, w tym głównie obligacje emitowane i gwarantowane przez Skarb Państwa. Znaczny wzrost portfela w 2024 r. wynikał głównie ze zwiększenia wartości papierów skarbowych (wykresy 4.1.3 i 4.1.8). Była ona w relacji do aktywów sektora bankowego jedną z najwyższych spośród państw członkowskich UE. Natomiast zaangażowanie sektora bankowego w papiery wartościowe emitowane przez podmioty prywatne pozostawało niskie, m.in. ze względu na stosunkowo słabo rozwinięty wtórny rynek nieskarbowych papierów dłużnych.

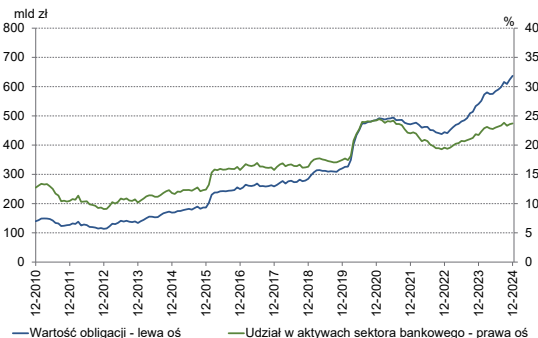
¹³⁰ „Rekomendacja WFD dotycząca Wskaźnika Finansowania Długoterminowego”, KNF, lipiec 2024 r.

Wykres 4.1.8. Dłużne papiery wartościowe w aktywach sektora bankowego w latach 2020–2024

A. Dłużne papiery wartościowe w relacji do aktywów sektora bankowego



B. Obligacje skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa



Uwaga: dane nie obejmują BGK.

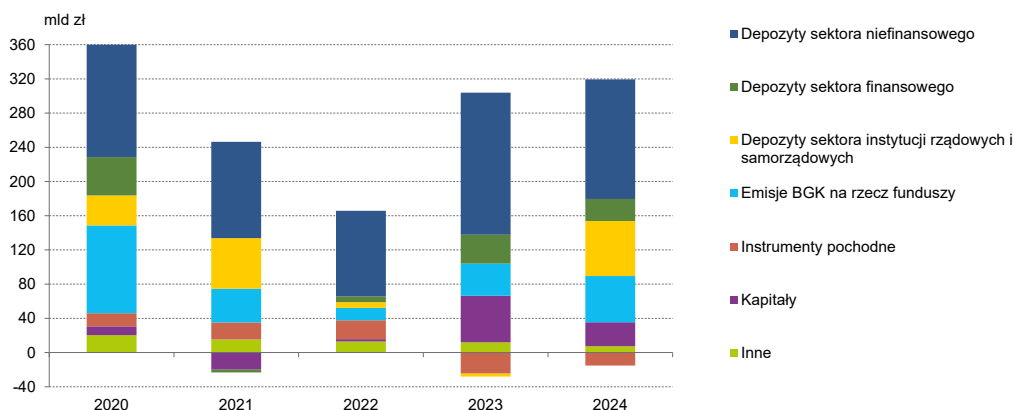
Źródło: NBP.

4.1.2. Struktura pasywów banków

Struktura finansowania banków była podobna jak w poprzednich latach (tabela 4.1.2). Głównym źródłem finansowania pozostawały depozyty sektora niefinansowego, głównie gospodarstw domowych. W znacznie mniejszym stopniu banki finansowały się depozytami i kredytami od sektora finansowego oraz rządowego i samorządowego. Natomiast rola pozostałych źródeł finansowania, poza kapitałami, była nadal niewielka i nie przekraczała 5% sumy bilansowej.

W 2024 r. głównym czynnikiem wzrostu pasywów pozostawały, podobnie jak we wcześniejszych okresach, depozyty sektora niefinansowego (wykres 4.1.9). Dodatkowo, do zwiększenia sumy bilansowej, ale w mniejszym stopniu, przyczyniły się depozyty od sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz emisje BGK na rzecz zarządzanych przez ten bank funduszy celowych.

Wykres 4.1.9. Zmiany wartości pasywów sektora bankowego r/r w latach 2020–2024



Uwaga: w przypadku sektora finansowego kategoria „depozyty” zawiera depozyty (lokaty) i kredyty.

Źródło: NBP.

Tabela 4.1.2. Pasywa sektora bankowego w latach 2020–2024

	2020	2021	2022	2023	2024
mld zł					
Zobowiązania wobec banku centralnego	0,43	0,02	0,03	0,03	0,04
Depozyty ¹ sektora finansowego	229,4	226,1	233,0	266,8	292,5
Depozyty sektora niefinansowego	1 424,3	1 537,0	1 637,0	1 803,1	1 942,9
Depozyty sektora instytucji rządowych i samorządowych	120,3	179,5	186,1	182,7	247,0
Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych, w tym:	190,8	219,9	234,0	275,8	344,7
- emisje BGK na rzecz funduszy celowych ²	121,2	160,6	175,1	212,7	266,9
- emisje listów zastawnych	26,6	23,2	21,1	18,8	17,6
Zobowiązania z tytułu transakcji typu <i>repo</i>	11,4	16,6	10,6	9,4	12,6
Instrumenty pochodne	32,6	52,6	74,6	49,9	34,7
Pozostałe zobowiązania	109,6	124,8	137,7	149,7	157,1
Kapitały	219,6	199,6	202,4	256,8	284,8
Suma bilansowa	2 338,4	2 556,2	2 715,4	2 994,2	3 316,3
w % sumy bilansowej					
Zobowiązania wobec banku centralnego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Depozyty ¹ od sektora finansowego	9,8	8,8	8,6	8,9	8,8
Depozyty sektora niefinansowego	60,9	60,1	60,3	60,2	58,6
Depozyty sektora instytucji rządowych i samorządowych	5,1	7,0	6,9	6,1	7,4
Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych, w tym:	8,2	8,6	8,6	9,2	10,4
- emisje BGK na rzecz funduszy celowych ²	5,2	6,3	6,4	7,1	8,0
- emisje listów zastawnych	1,1	0,9	0,8	0,6	0,5
Zobowiązania z tytułu transakcji typu <i>repo</i>	0,5	0,6	0,4	0,3	0,4
Instrumenty pochodne	1,4	2,1	2,7	1,7	1,0
Pozostałe zobowiązania	4,7	5,0	5,0	5,0	4,8
Kapitały	9,4	7,8	7,5	8,6	8,6

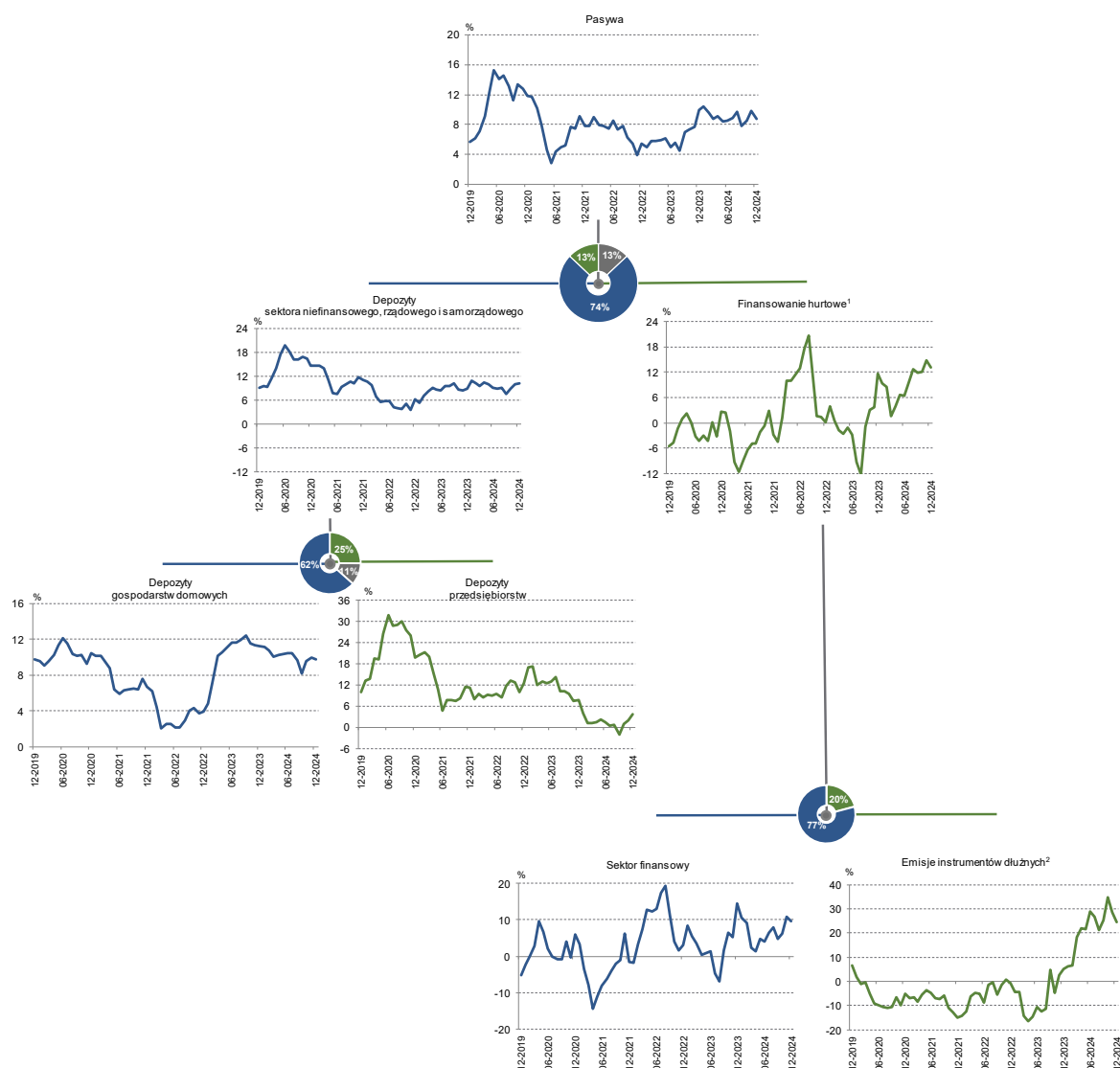
¹ Depozyty (lokaty) i kredyty od innych instytucji finansowych.

² KFD, Funduszu Przeciwdziałania Covid, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych.

Źródło: NBP.

Dynamika depozytów sektora niefinansowego pozostawała dodatnia, a od IV kwartału 2023 r. nieznacznie przewyższała tempo wzrostu sumy bilansowej sektora bankowego (wykres 4.1.10). Przyrost depozytów sektora niefinansowego w 2024 r. wynikał głównie ze wzrostu depozytów gospodarstw domowych (121,1 mld zł). Wysokiemu tempu wzrostu depozytów gospodarstw domowych sprzyjała bardzo dobra sytuacja na rynku pracy, m.in. niska stopa bezrobocia oraz wysoka dynamika wynagrodzeń realnych. Natomiast depozyty przedsiębiorstw przyrosły w znacznie mniejszej skali niż w latach ubiegłych (19,6 mld zł). Niemniej jednak w wyniku niewielkiego wykorzystania kredytu przez przedsiębiorstwa utrzymała się przewaga wartości depozytów przedsiębiorstw nad wartością zaciągniętych kredytów, która powstała na początku pandemii COVID-19 w związku z wypłatami rządowych środków pomocowych.

Wykres 4.1.10. Tempo zmian (r/r) wybranych pozycji pasywów sektora bankowego w latach 2019–2024 oraz ich struktura na koniec 2024 r.



¹ Finansowanie hurtowe obejmuje kredyty i depozyty sektora finansowego oraz zobowiązania z tytułu emisji własnych instrumentów dłużnych i transakcji *repo*.

² Dane nie zawierają emisji BGK na rzecz funduszy celowych.

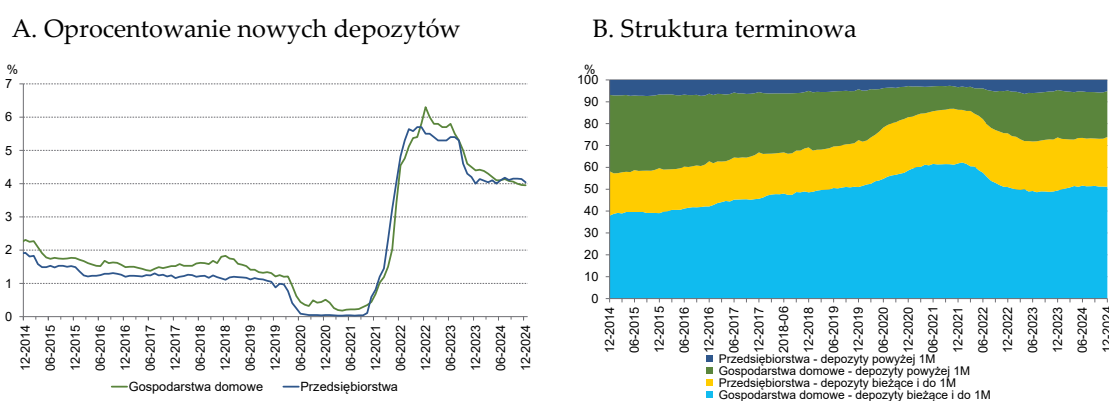
Źródło: NBP.

W 2024 r. oprocentowanie nowych depozytów ustabilizowało się (wykres 4.1.11, panel A). W strukturze terminowej depozytów sektora niefinansowego nadal zdecydowaną większość stanowiły depozyty bieżące i z terminem zapadalności do 1 miesiąca (wykres 4.1.11, panel B). W analizowanym okresie za wzrost krótkoterminowych depozytów odpowiedzialne były głównie gospodarstwa domowe. W przypadku sektora przedsiębiorstw zwiększyły się głównie depozyty terminowe.

Mimo stosunkowo dużego udziału depozytów krótkoterminowych z dotychczasowych doświadczeń polskich banków wynika, że depozyty gospodarstw domowych charakteryzują się stabilnym osadem¹³¹. Można oczekiwać, że również w najbliższych latach depozyty gospodarstw domowych pozostaną głównym źródłem finansowania sektora bankowego w Polsce. Dotychczas wzrost zamożności w umiarkowanym stopniu przekładał się na wzrost udziału instrumentów kapitałowych w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych. Dodatkowo, struktura oszczędności gospodarstw domowych w Polsce wskazuje również na preferencję dla szybkiej dostępności środków przeznaczonych na oszczędności. Obu uwarunkowaniom sprzyjała niska stopa oszczędności, która w Polsce na koniec III kwartału 2024 r. była niemal dwukrotnie niższa niż średnia dla krajów UE (źródło: dane Eurostat).

Od kilku lat pogłębiała się luka finansowania sektora bankowego (wykres 4.1.12). Była ona ujemna już od końca 2015 r., natomiast od końca 2019 r., ze względu na znacznie większy przyrost depozytów niż kredytów sektora niefinansowego, następowało jej systematyczne pogłębianie (do 729 mld zł i –61% na koniec 2024 r.).

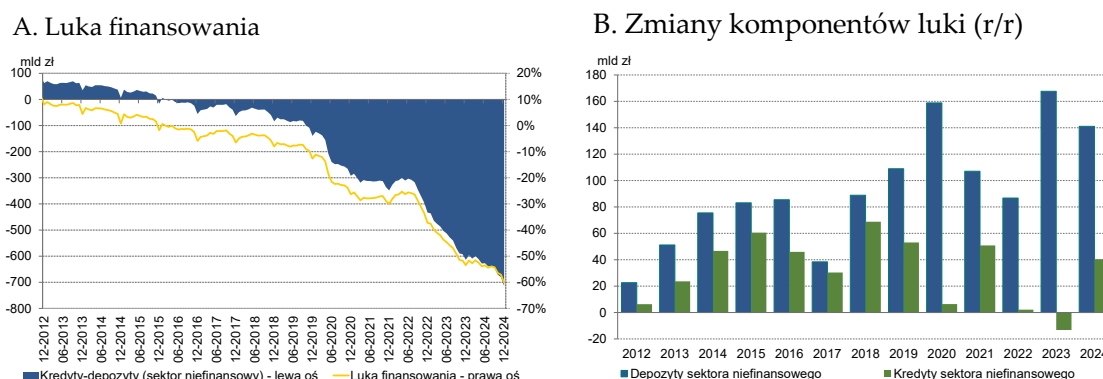
Wykres 4.1.11. Depozyty gospodarstw domowych i przedsiębiorstw w latach 2014–2024



Uwaga: oprocentowanie nowych depozytów – średnie ważone udziałem banków w wartości nowych umów.
Źródło: NBP.

¹³¹ Szerzej temat ten został omówiony w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Grudzień 2023 r.”, NBP, ramka 2.2. s. 44.

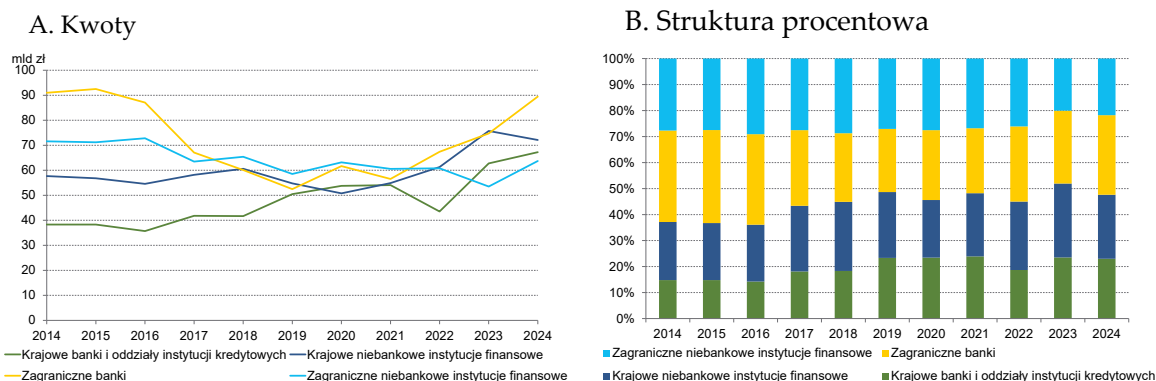
Wykres 4.1.12. Luka finansowania w sektorze bankowym w latach 2012–2024



Źródło: NBP.

Chociaż od 2021 r. wartość środków pozyskanych od sektora finansowego zwiększyła się¹³², to jednak ich udział w pasywach utrzymywał się na stosunkowo stabilnym poziomie (tabela 4.1.2). Odmienne niż w ostatnich trzech latach, w 2024 r. zwiększyły się wartość oraz udział w pasywach depozytów pozyskanych od sektora instytucji rządowych i samorządowych. Depozyty sektora rządowego charakteryzują się dużą zmiennością i są bardzo silnie skoncentrowane.

Wykres 4.1.13. Depozyty i kredyty pozyskane od instytucji finansowych w latach 2014–2024



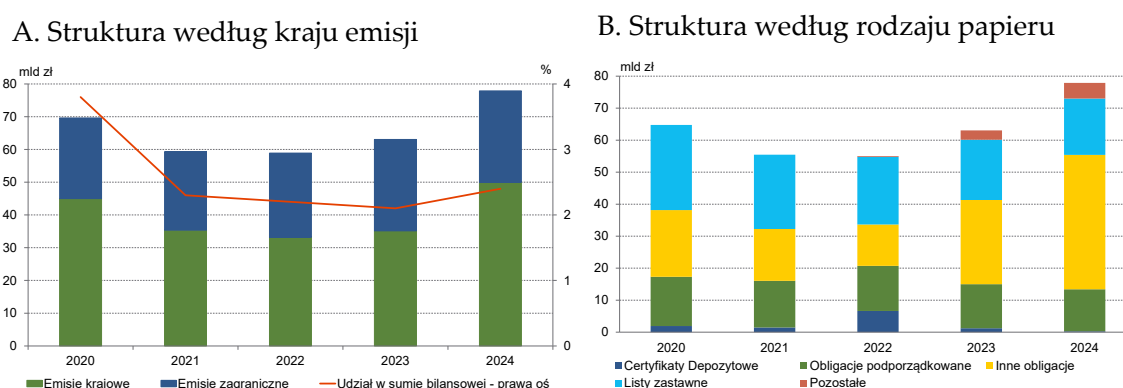
Źródło: NBP.

Rola instrumentów dłużnych w finansowaniu banków była nadal niewielka (wykres 4.1.14). Ich mały udział w pasywach wynikał m.in. z dużej dostępności niżej oprocentowanych depozytów sektora niefinansowego i słabego popytu na kredyt. Nieco większe zainteresowanie emisjami instrumentów dłużnych banki wykazywały w 2024 r. Zauważalny był przy tym wzrost emisji kierowanych na rynek krajowy, przy jednoczesnej stabilizacji wartości emisji zagranicznych.

¹³² Odstępstwem od tego trendu był przejściowy, znaczny przyrost finansowania z rynku hurtowego w połowie 2022 r. Było to spowodowane m.in. krótkotrwałym wzrostem środków z tytułu depozytów zabezpieczających (*margin call*) oraz znacznym, również przejściowym, wzrostem zobowiązań z tytułu transakcji *repo* w dwóch bankach.

Przeprowadzone emisje były podyktowane głównie koniecznością spełnienia wymogu MREL. Można również oczekiwać, że skala emisji będzie się zwiększała ze względu na konieczność spełnienia nowego wymogu WFD, który będzie obowiązywał od końca 2026 r.

Wykres 4.1.14. Zobowiązania z tytułu emisji instrumentów dłużnych w latach 2020–2024



Uwaga: dane po wyłączeniu obligacji emitowanych przez BGK na rzecz funduszy celowych.

Źródło: NBP.

4.1.3. Adekwatność kapitałowa banków

W strukturze funduszy własnych polskiego sektora bankowego¹³³ dominowały kapitały najwyższej jakości (wykres 4.1.15). Na koniec 2024 r. ponad 90% stanowił kapitał podstawowy Tier I (CET1), a jego największym komponentem był kapitał tworzony z zysków wypracowanych w poprzednich latach (tj. kapitał rezerwowy). Jego drugi co do wielkości składnik stanowiły instrumenty kapitałowe, czyli kapitał akcyjny w bankach komercyjnych i fundusz udziałowy w bankach spółdzielczych.

Kapitał dodatkowy Tier I (AT1), stanowiący w Unii Europejskiej średnio około 6% funduszy własnych, w polskich bankach dotychczas odgrywał znikomą rolę (poniżej 0,1% funduszy własnych), jednak sytuacja ta zaczęła się zmieniać pod koniec 2023 r. za sprawą wprowadzenia nowych przepisów¹³⁴. Na koniec 2024 r. kapitał dodatkowy Tier I stanowił prawie 1,5% funduszy

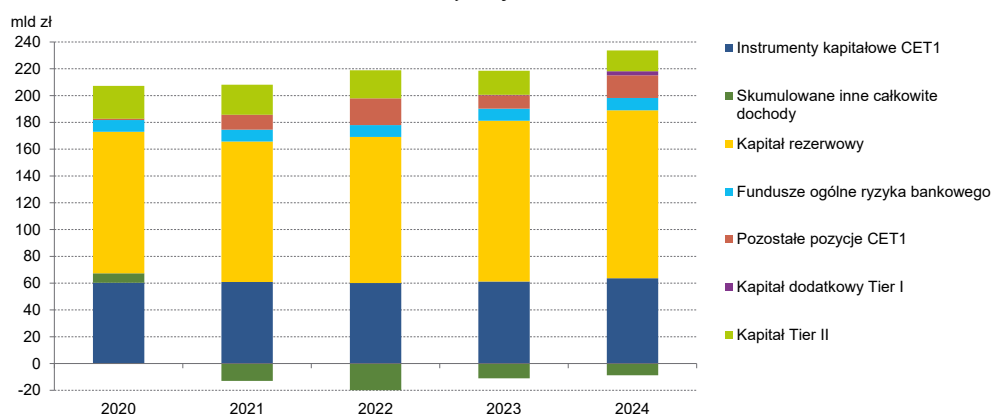
¹³³ W analizie adekwatności kapitałowej uwzględniono dane ze sprawozdań nieskonsolidowanych banków komercyjnych wraz z ich oddziałami zagranicznymi oraz ze sprawozdań banków spółdzielczych. Z analizy wyłączone są oddziały instytucji kredytowych oraz bank państwowy (BGK), który podlega regulacjom pakietu CRD/CRR w ograniczonym zakresie.

¹³⁴ Z dniem 1 października 2023 r. weszły w przepisy ustawy z dnia 14 kwietnia 2023 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, ustawy o obligacjach, ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2023 r., poz. 825 z późn. zm.), które m.in. rozszerzyły katalog instrumentów kapitałowych umożliwiających bankom spełnianie wymogów w zakresie funduszy

własnych. Z kolei kapitał Tier II stanowił około 7% funduszy własnych (wobec średnio 12% w sektorach bankowych w UE).

W analizowanym okresie fundusze własne sektora przekroczyły 220 mld zł za sprawą wzrostu kapitału Tier I. W szczególności do wzrostu kapitału CET1 przyczyniło się m.in. przeznaczenie części zysków na kapitał rezerwowy. Utrzymał się również korzystny trend zmiany wyceny papierów wartościowych z portfela FVOCI (głównie obligacji emitowanych i gwarantowanych przez Skarb Państwa), co przełożyło się na dalsze zmniejszenie ujemnego wkładu skumulowanych innych całkowitych dochodów obniżających wartość kapitału CET1. Ponadto w 2024 r. kapitał dodatkowy Tier I wzrósł z około 0,4 mld zł do ponad 3 mld zł, głównie w wyniku emisji obligacji kapitałowych przeprowadzonych przez banki.

Wykres 4.1.15. Fundusze własne banków krajowych w latach 2020–2024



Źródło: NBP.

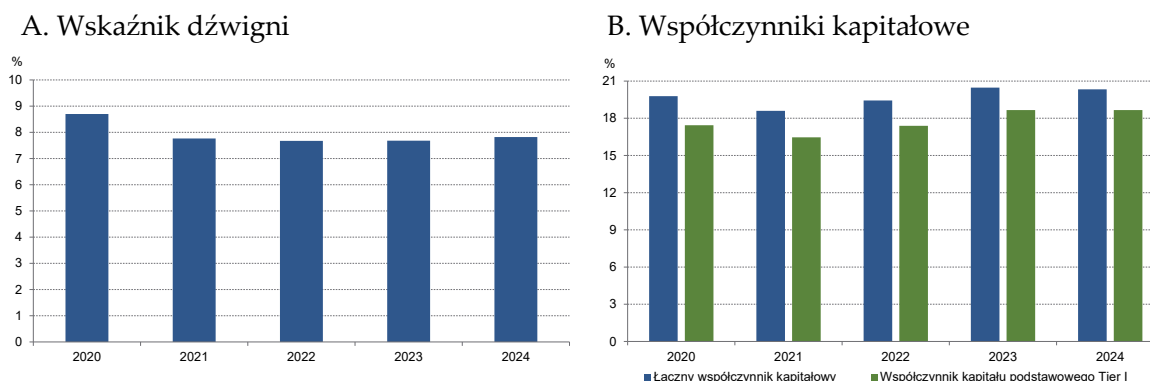
Krajowy sektor bankowy charakteryzował się niską dźwignią finansową. Na koniec 2024 r. wartość aktywów sektora była ponad 12,5 razy większa od wartości jego kapitału Tier I. Średni wskaźnik dźwigni (po uwzględnieniu poza aktywami również pozycji pozabilansowych) wyniósł prawie 8%, podczas gdy regulacyjne minimum dla tego wskaźnika wynosi 3% (wykres 4.1.16, panel A).

W 2024 r. zarówno wartość kapitałów regulacyjnych krajowego sektora bankowego, jak i kwota jego łącznej ekspozycji na ryzyko (TREA), były większe niż na koniec poprzedniego roku, co przełożyło się na stabilizację współczynników kapitałowych na wysokim poziomie. Łączny współczynnik kapitałowy (TCR) wyniósł ponad 20%, a współczynnik CET1 prawie 19% (wykres 4.1.16, panel B). Odbudowa dynamiki akcji kredytowej w 2024 r. przełożyła się na pierwszy od 2021 r. wzrost wymogu kapitałowego z tytułu ryzyka kredytowego (wykres 4.1.17). Drugim co do wielkości wymogiem kapitałowym pozostawał wymóg z tytułu ryzyka operacyjnego, który

własnych. Wprowadzono do polskiego porządku prawnego możliwość emisji obligacji kapitałowych oraz określono, zgodne z CRR, zasady zaciągania pożyczek podporządkowanych zaliczanych do AT1. Więcej na ten temat w: „Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r.”, NBP, 2024.

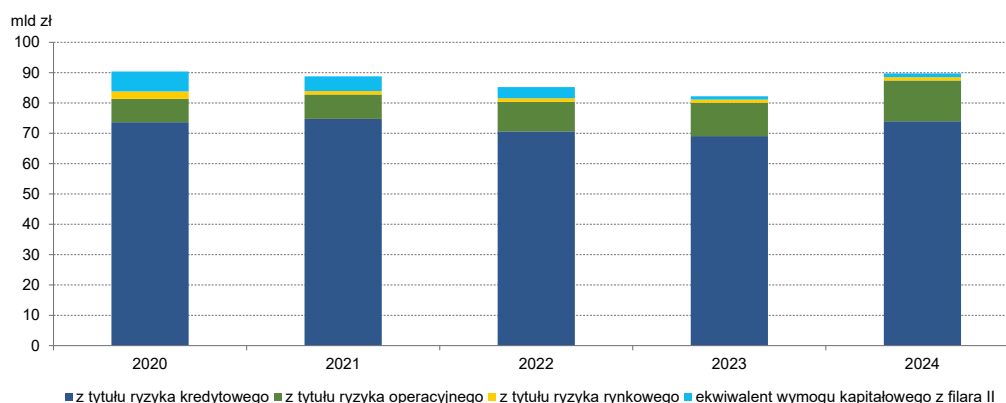
w 2024 r. wzrósł na skutek m.in. uwzględnienia poniesionych kosztów związanych z roszczeniami dotyczącymi walutowych kredytów mieszkaniowych.

Wykres 4.1.16. Wyposażenie kapitałowe banków w latach 2020–2024



Źródło: NBP.

Wykres 4.1.17. Wymogi kapitałowe z tytułu filara I i II (P2R) w latach 2020–2024



Źródło: NBP.

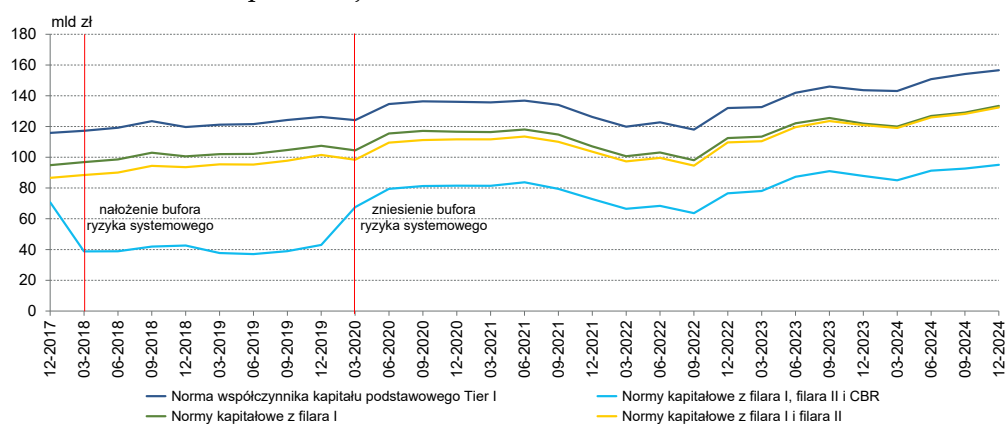
Współczynniki kapitałowe oparte na miarach uwzględniających ryzyko wyznaczone były przez wymogi mikroostrożnościowe, tj. wymogi kapitałowe filara I (w relacji do kapitału CET1, T1 oraz łącznych funduszy, odpowiednio, 4,5%, 6% i 8%) i filara II (wartości zindywidualizowane dla poszczególnych banków – P2R), jak również makroostrożnościowe, tj. tzw. wymóg połączonego bufora (CBR). W 2024 r. CBR składał się z bufora zabezpieczającego (2,5%) oraz bufora OSII (nałożonego na 10 banków zidentyfikowanych jako tzw. inne instytucje o znaczeniu systemowym¹³⁵). Kilka banków wykazujących ekspozycje kredytowe w jurysdykcjach stosujących

¹³⁵ Wysokość bufora OSII wahała się od 0,25% do 2%, a dla 2 banków została podwyższona względem poprzedniego roku (odpowiednio z 0,25% do 0,5% oraz z 0,5% do 1%). Lista instytucji wraz z przypisanymi im wielkościami wskaźnika bufora i dostępne w: „Przegląd adekwatności wskaźnika bufora innej instytucji o znaczeniu systemowym”, KNF, 11 grudnia 2024 r.

niezerowe wartości bufora antycyklicznego miało obowiązek spełniania tzw. specyficznego dla instytucji bufora antycyklicznego. Niewielka skala działalności banków krajowych za granicą powodowała, że wysokość kapitału utrzymywanego na potrzeby bufora antycyklicznego pozostawała bardzo niska.

Nadwyżki kapitałowe po spełnieniu wymogów filara I, II oraz CBR w 2024 r. wzrosły i stanowiły około 9% TREA. W konsekwencji pozostawały one na wysokim poziomie, co pozwalało bankom krajowym na rozwijanie akcji kredytowej i utrzymywanie gotowości do absorpcji kosztów wynikających z nieprzewidzianych szoków, a tym samym zapewniało warunki dla stabilnego rozwoju całego sektora (wykres 4.1.18).

Wykres 4.1.18. Nadwyżki kapitału podstawowego Tier I w bankach krajowych ponad normy w reżimie adekwatności kapitałowej w latach 2017–2024



Źródło: NBP.

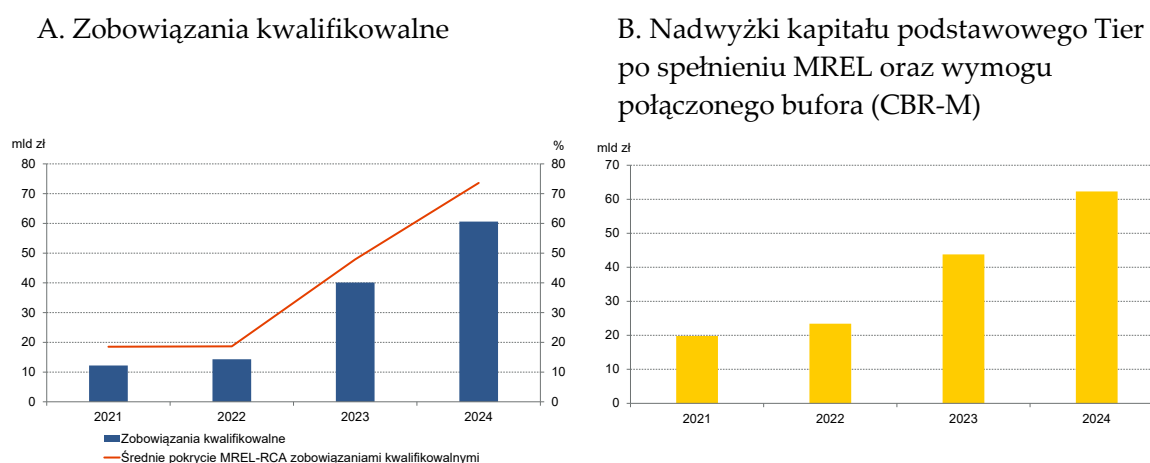
Od grudnia 2023 r. zaczął obowiązywać docelowy wymóg MREL¹³⁶. Pod koniec 2024 r. została opublikowana aktualizacja metodyki MREL, w której sformułowano oczekiwanie BFG, aby wymóg w części odpowiadającej kwocie na rekapitalizację (MREL-RCA)¹³⁷ był w całości spełniony instrumentami dłużnymi (innymi niż CET1), tj. instrumentami dodatkowymi w Tier I,

¹³⁶ Wymóg ten można wypełniać funduszami własnymi i zobowiązaniami kwalifikowalnymi, a jego minimalny poziom należy utrzymywać zarówno w odniesieniu do TREA (MREL-TREA), jak i miary ekspozycji całkowitej (MREL-TEM). Dodatkowo, w uzupełnieniu do MREL-TREA należy spełniać także wymóg połączonego bufora (CBR-M), który można wypełniać jedynie kapitałem CET1. CBR-M obowiązuje w tej samej wysokości co CBR, przy czym mechanizmy sankcyjne stosowane w przypadku ich naruszenia różnią się. Więcej na ten temat w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Grudzień 2023 r.”, NBP, ramka 2.3., s. 58.

¹³⁷ W przypadku banków, dla których strategia przymusowej restrukturyzacji (*resolution*) nie zakłada zwykłej upadłości, minimalny poziom funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowalnych (MREL) składa się z dwóch komponentów – na absorpcję strat (LAA) i rekapitalizację (RCA). Komponent na absorpcję strat odpowiada kwocie wymogów I i II filara z reżimu adekwatności kapitałowej i jest spełniany wyłącznie funduszami własnymi. Z kolei komponent na rekapitalizację może być spełniany zarówno funduszami własnymi, jak i zobowiązaniami kwalifikowalnymi.

instrumentami w Tier II oraz zobowiązaniami kwalifikowalnymi¹³⁸. W analizowanym okresie banki krajowe zwiększyły o ponad 50% wartość zobowiązań kwalifikowalnych, do czego przyczyniły się zarówno emisje instrumentów dłużnych, jak i zaciągnięcie pożyczek podporządkowanych od jednostki dominującej w ramach grupy bankowej (wykres 4.1.19, panel A). Wzrost skali finansowania MREL-RCA zobowiązaniami kwalifikowalnymi (wraz ze zwiększeniem wykorzystania instrumentów AT1) spowodowały, że krajowe banki wykazywały wyższe nadwyżki kapitału podstawowego Tier I również po spełnieniu wszystkich wymogów w reżimie *resolution* (wykres 4.1.19, panel B).

Wykres 4.1.19. Zobowiązania kwalifikowalne oraz szacowane nadwyżki kapitałowe w reżimie *resolution* w latach 2021–2024



Źródło: szacunki NBP na podstawie danych NBP, BFG oraz raportów bieżących banków.

4.1.4. Wyniki finansowe sektora bankowego

Wyniki finansowe sektora bankowego w 2024 r. w ujęciu nominalnym były rekordowo wysokie i znacznie przekroczyły poprzedni najwyższy poziom, osiągnięty rok wcześniej (wykres 4.1.20, panel A). W tych dwóch latach, w odróżnieniu od poprzedzającego okresu, wartość nominalna wyników sektora zwiększała się znacznie szybciej niż wartość jego aktywów i poziom cen w gospodarce (wykres 4.1.20, panel B)¹³⁹.

Wynik z tytułu odsetek stanowił najważniejsze źródło wyników finansowych sektora bankowego, a jego wzrost był główną przyczyną wzrostu zysku w 2024 r. (wykres 4.1.21). Znaczenie wyników odsetkowych w większości polskich banków było związane z tradycyjnym modelem prowadzenia działalności, polegającym na finansowaniu aktywów odsetkowych przez depozyty sektora

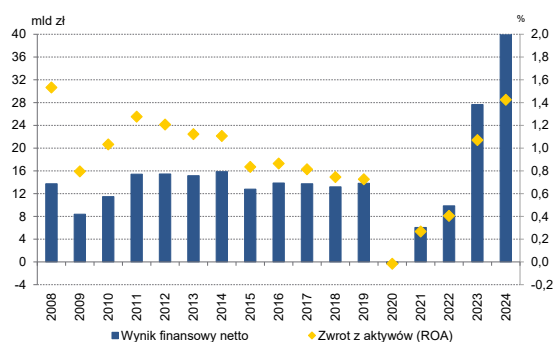
¹³⁸ MREL, BFG, 13.11.2024, prezentacja dostępna na stronie <https://www.bfg.pl/>.

¹³⁹ W podrozdziale o wynikach finansowych wartość aktywów sektora bankowego jest pokazywana z pominięciem funduszy przepływowych BGK, żeby zapewnić jej porównywalność z danymi dotyczącymi wyników finansowych.

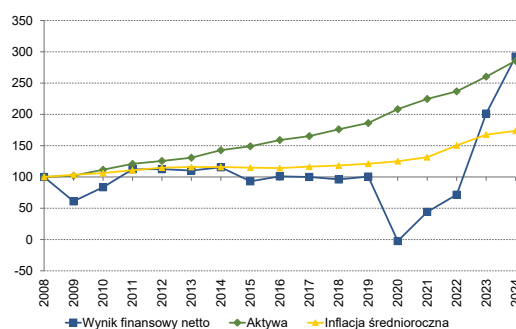
niefinansowego. Do zwiększenia roli wyników odsetkowych przyczynił się wzrost stóp procentowych w latach 2021–2022. Wrażliwość sektora bankowego na zmiany stóp procentowych wynika z tego, że większość kredytów jest oprocentowana stopą zmienną, natomiast oprocentowanie większości zobowiązań nie jest bezpośrednio powiązane ze stawkami rynku pieniężnego, a znaczna część depozytów bieżących sektora niefinansowego nie jest oprocentowana. Tę wrażliwość niektóre banki (zwłaszcza komercyjne) ograniczają za pomocą transakcji pochodnych, m.in. pod wpływem regulacji dotyczących ryzyka stopy procentowej w księdze bankowej (IRRBB).

Wykres 4.1.20. Wynik finansowy i wskaźnik ROA w sektorze bankowym w latach 2008–2024

A. Wynik finansowy i ROA



B. Wynik finansowy za dany rok i aktywa na koniec roku (2008=100)



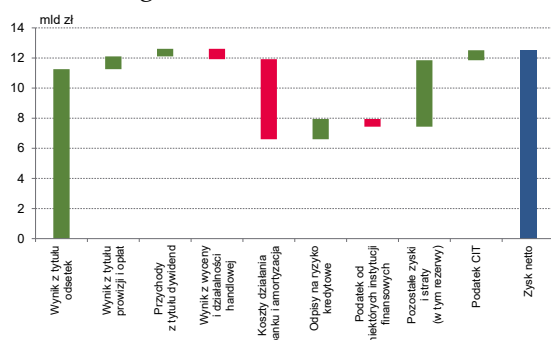
Uwagi: „inflacja średnioroczna” na podstawie wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Aktywa sektora bankowego z pominięciem funduszy przepływowych BGK.

Źródło: NBP, BGK, GUS.

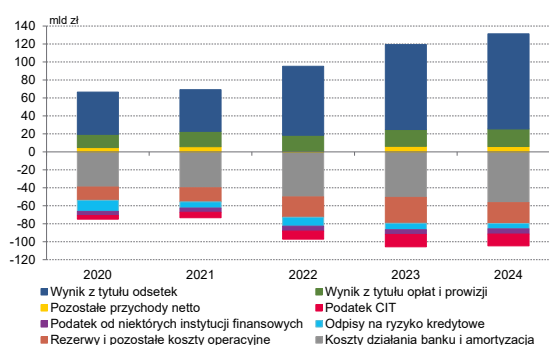
Ponad połowa przychodów i kosztów odsetkowych sektora bankowego pochodziła z transakcji z sektorem niefinansowym, przede wszystkim z kredytów dla gospodarstw domowych i ich depozytów (wykres 4.1.22). W ostatnich latach znacznie zwiększył się jednak udział innych sektorów i instrumentów w strukturze przychodów odsetkowych, co było skutkiem m.in. większych inwestycji w papiery skarbowe i gwarantowane przez Skarb Państwa oraz zakupu bonów pieniężnych NBP. Jednocześnie w 2024 r. spadła kwota kosztów odsetkowych zapłaconych sektorowi niefinansowemu, mimo wzrostu kwoty zobowiązań wobec tego sektora. Oprócz wspomnianego znacznego udziału i szybszego wzrostu depozytów bieżących, w większości nieoprocentowanych, wpływ na to miała także wysoka marża depozytowa (różnica między rynkowymi stopami procentowymi a oprocentowaniem depozytów terminowych). Ze względu na znaczną nadwyżkę depozytów nad kredytami dla sektora niefinansowego, związaną m.in. ze słabym popytem na kredyt, banki nie były skłonne do konkutowania o depozyty klientów. Zmiany poszczególnych pozycji wyniku nieodsetkowego były w 2024 r. nominalnie niewielkie i różnokierunkowe, przez co łączne znaczenie wyniku nieodsetkowego w strukturze wyniku działalności bankowej nadal się zmniejszało (tabela 4.1.3).

Wykres 4.1.21. Dekompozycja zmiany wyniku finansowego netto oraz wybrane pozycje rachunku zysków i strat sektora bankowego

A. Dekompozycja zmiany wyniku finansowego 2024 r.



B. Wybrane pozycje rachunku zysków i strat w latach 2020–2024

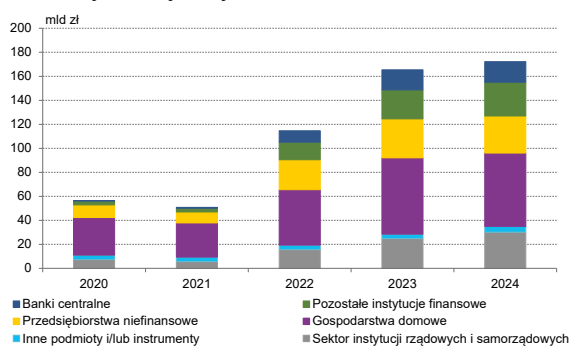


Uwagi: rezerwy i pozostałe koszty operacyjne uwzględniają także odpisy na ryzyko prawne walutowych kredytów mieszkaniowych (z wyjątkiem tych, które banki ujęły bezpośrednio w odpisach na ryzyko kredytowe). Na lewym wykresie wysokość zielonych i czerwonych słupków oznacza zmianę kwotową pozycji rachunku zysków i strat sektora bankowego. W przypadku pozycji kosztowych ujemna zmiana oznacza wzrost kosztów, co wpływa na spadek wyniku. Niektóre pozycje dekompozycji, w szczególności „Wynik z wyceny i działalności handlowej”, mogą przyjmować zarówno wartości dodatnie, jak i ujemne, więc z wykresu można jedynie wnioskować, czy zmiana tej pozycji miała pozytywny, czy negatywny wpływ na wynik.

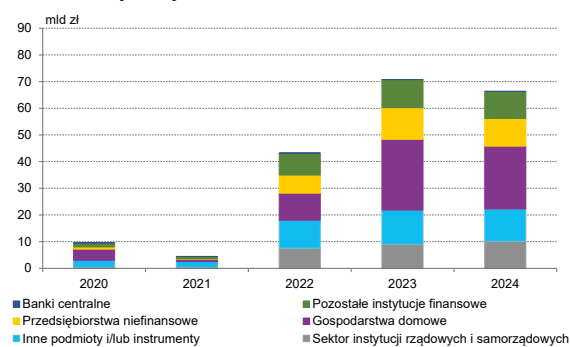
Źródło: NBP.

Wykres 4.1.22. Przychody i koszty odsetkowe sektora bankowego w latach 2020–2024

A. Przychody z tytułu odsetek



B. Koszty z tytułu odsetek



Uwaga: dane o przychodach i kosztach odsetkowych (z wyjątkiem kategorii „Inne podmioty i/lub instrumenty”) dotyczą odsetek związanych z kredytami i depozytami, a także z posiadanymi instrumentami dłużnymi.

Źródło: NBP.

Wyniki finansowe banków mających portfele walutowych kredytów mieszkaniowych były nadal silnie obciążone przez odpisy na ryzyko prawne tych kredytów¹⁴⁰, ale w 2024 r. kwota nowych odpisów była niższa niż rok wcześniej (wykres 4.1.19, panel A) – po raz pierwszy, odkąd banki zaczęły tworzyć te rezerwy na pokrycie kosztów prawomocnych wyroków sądowych oraz ugód zawieranych z kredytobiorcami. Również koszty ustawowego programu wakacji kredytowych

¹⁴⁰ Więcej informacji na ten temat w: „Raport o stabilności systemu finansowego. Czerwiec 2025 r.”, NBP.

w 2024 r. były znacznie niższe niż średniorocznie w latach 2022–2023, ponieważ nowe kryteria znacznie ograniczyły liczbę kredytobiorców uprawnionych do skorzystania z takiego wsparcia.

Koszty działania banków w 2024 r. szybko rosły i były najistotniejszym czynnikiem ograniczającym wzrost wyników finansowych sektora (wykres 4.1.21, panel A). Tempo ich wzrostu nie odbiegało jednak od tempa poprawy wyniku działalności bankowej czy tempa wzrostu średnich aktywów, przez co wskaźniki efektywności kosztowej nie zmieniły się istotnie (tabela 4.1.3). Koszty pracownicze zwiększały się szybciej niż pozostałe koszty administracyjne i niż liczba zatrudnionych, co można wiązać ze wzrostem nominalnych płac w gospodarce, a także ze zmianą struktury zatrudnienia w bankach (wzrost w centralach, spadek w placówkach) i z potrzebą utrzymania wysoko wykwalifikowanych pracowników.

Dzięki dobrej jakości portfela kredytowego (ale także na skutek spadku udziału kredytów w aktywach banków) obciążenie wyników odpisami na ryzyko kredytowe pozostawało niewielkie i nadal się zmniejszało. Wśród przyczyn wspierających jakość portfeli kredytowych banków należy wymienić dobrą sytuację na rynku pracy i relatywnie konserwatywną politykę kredytową w większości segmentów rynku kredytowego. Udział w portfelach kredytowych należności w fazie 3 / zagrożonych zmniejszył się najsilniej w kredytach konsumpcyjnych (wykres 4.1.23), co było związane ze sprzedażą takich należności lub przenoszeniem ich do ewidencji pozabilansowej.

Zyskowność sektora bankowego (mierzona relacjami wyniku finansowego do aktywów i do kapitału) w 2024 r. nadal rosła i zbliżyła się do historycznych rekordów z 2008 r. Wskaźnik ROE krajowego sektora bankowego przekroczył w 2024 r. medianę dla sektorów bankowych państw UE, ale nadal znacznie odbiegał od wartości dla innych państw Europy Środkowo-Wschodniej, które przystąpiły do UE w 2004 r. lub później. Banki osiągały przeciętnie niższe zwroty z kapitału niż inne działające w Polsce instytucje finansowe. Jednak wskaźnik ROE był wyższy niż dla przedsiębiorstw niefinansowych (wykres 4.1.24). Relatywnie wyższe opodatkowanie banków było jednym z powodów, dla których ich zyskowność w porównaniu z innymi podmiotami krajowymi była względnie niższa. Efektywna stopa podatku CIT w połączeniu z podatkiem od niektórych instytucji finansowych w 2024 r. wyniosła około 29%.

W związku z dominującym udziałem banków komercyjnych w systemie bankowym większość opisanych wniosków dotyczących całego systemu bankowego wynikała z sytuacji banków komercyjnych. Natomiast tendencje zmian w strukturze bilansu, rachunku wyników i adekwatności kapitałowej banków spółdzielczych różniły się od tendencji w całym sektorze bankowym. W szczególności banki spółdzielcze były jeszcze bardziej wrażliwe niż banki komercyjne na zmiany stóp procentowych, a jednocześnie dotychczas były w znikomym stopniu dotknięte kosztami, które w ostatnich latach najsilniej obniżały zyskowność banków komercyjnych. Dzięki temu zyski banków spółdzielczych (w relacji do aktywów) były znacznie wyższe niż banków komercyjnych, a ich udział w łącznym wyniku sektora bankowego istotnie wzrósł (wykres 4.1.25).

Tabela 4.1.3. Wskaźniki operacyjne systemu bankowego w latach 2020–2024 (w %)

	2020	2021	2022	2023	2024
Odsetek przeciętnych aktywów					
Wynik z tytułu odsetek	2,22	2,04	2,99	3,66	3,76
Wynik nieodsetkowy	0,92	1,01	0,93	0,96	0,90
- wynik z tytułu opłat i prowizji	0,70	0,75	0,76	0,72	0,69
- przychody z tytułu dywidend	0,04	0,06	0,05	0,06	0,07
- wynik z tytułu wyceny i dział. handlowej ²	0,18	0,19	0,12	0,18	0,14
Wynik działalności bankowej	3,14	3,05	3,92	4,62	4,66
Koszty działania banku	1,63	1,56	1,87	1,77	1,81
Amortyzacja	0,22	0,20	0,19	0,19	0,19
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	0,58	0,30	0,41	0,27	0,21
- w tym: kredytów	0,58	0,30	0,41	0,27	0,21
Saldo innych przychodów i kosztów	0,54	0,49	0,73	0,94	0,74
Wynik finansowy brutto	0,17	0,50	0,71	1,45	1,70
Wynik finansowy netto	-0,02	0,27	0,41	1,07	1,43
Odsetek wyniku działalności					
Wynik z tytułu odsetek	70,59	67,01	76,33	79,25	80,63
Wynik nieodsetkowy	29,41	32,99	23,67	20,75	19,37
- wynik z tytułu opłat i prowizji	22,32	24,77	19,35	15,63	14,85
- przychody z tytułu dywidend	1,38	2,10	1,33	1,23	1,50
- wynik z tytułu wyceny i dział. handlowej ²	5,72	6,12	2,98	3,89	3,02
Wynik działalności bankowej	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Koszty działania banku	51,98	51,06	47,79	38,27	38,85
Amortyzacja	6,88	6,68	4,88	4,15	4,17
Odpisy z tytułu utraty wartości aktywów finansowych	18,55	9,91	10,49	5,95	4,57
- w tym: kredytów	18,41	9,84	10,46	5,90	4,56
Saldo innych przychodów i kosztów	16,99	14,76	17,05	16,89	11,79
Wynik finansowy brutto	5,60	17,59	19,78	34,74	40,61
Wynik finansowy netto	-0,51	8,76	10,34	23,16	30,58
Odsetek przeciętnego kapitału					
Wynik finansowy brutto ³	1,72	6,16	11,00	19,34	22,42
Wynik finansowy netto ³	-0,23	3,17	6,12	12,94	17,06

¹ Z pominięciem funduszy przepływowych BGK.

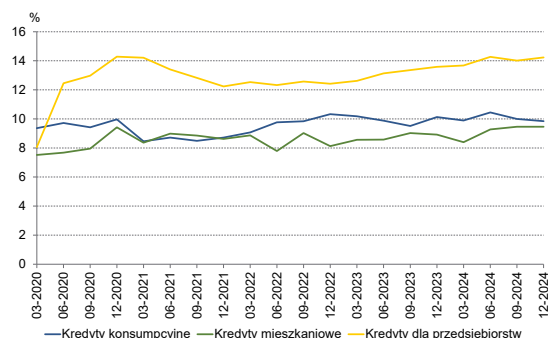
² Na wartość tej pozycji składa się wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych wycenianych według wartości godziwej przez rachunek zysków i strat, zrealizowany wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych wycenianych w inny sposób oraz wynik z tytułu różnic kursowych.

³ Dane dla krajowego sektora bankowego z wyłączeniem BGK.

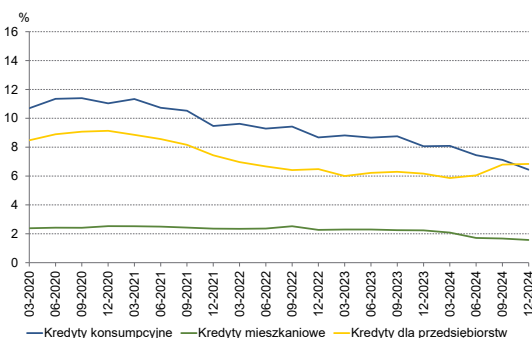
Źródło: NBP, BGK.

Wykres 4.1.23. Jakość kredytów dla sektora niefinansowego w latach 2020–2024

A. Udział w portfelu kredytowym kredytów w fazie 2 / pod obserwacją



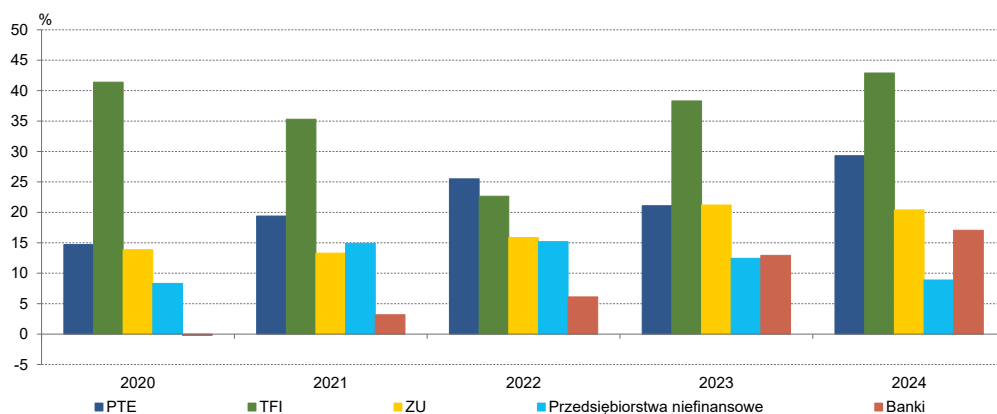
B. Udział w portfelu kredytowym kredytów w fazie 3 / zagrożonych



Uwaga: kredyty w fazie 2 i 3 dla banków stosujących MSSF, kredyty pod obserwacją i zagrożone dla banków stosujących polskie standardy rachunkowości.

Źródło: NBP.

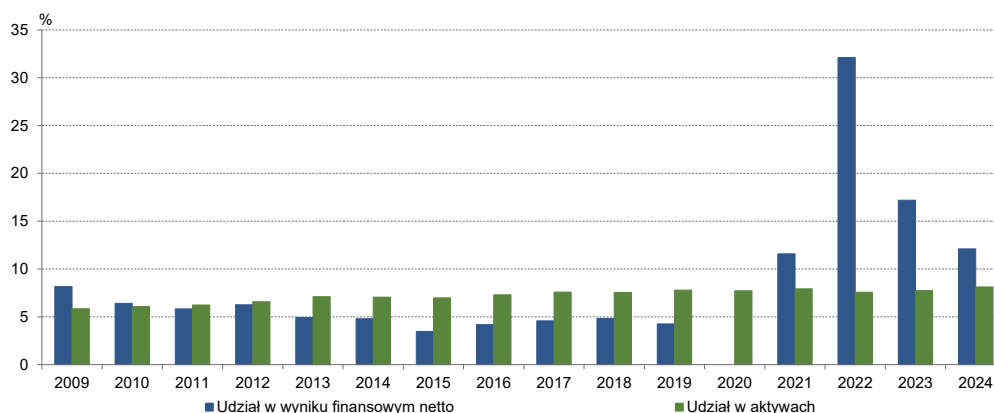
Wykres 4.1.24. Wskaźnik ROE dla instytucji finansowych i przedsiębiorstw niefinansowych w latach 2020–2024



Uwaga: dane bankowe z wyłączeniem BGK i OIK.

Źródło: NBP, KNF, GUS.

Wykres 4.1.25. Udział banków spółdzielczych w aktywach i wyniku finansowym netto sektora bankowego w latach 2009–2024



Uwaga: sektor bankowy z pominięciem funduszy przepływowych BGK.

Źródło: NBP, BGK.

Ramka 4.1.3 Sytuacja banków spółdzielczych w Polsce

Pozycja banków spółdzielczych w systemie bankowym

W 2024 r. aktywa banków spółdzielczych rosły najszybciej od kilkunastu lat, szybciej niż aktywa banków komercyjnych (odpowiednio 15,1% i 10,5%). W efekcie udział banków spółdzielczych w aktywach całego sektora bankowego zwiększył się do 7,3% (wykres I).

Banki spółdzielcze, z uwagi na przyjęty model bankowości relacyjnej, charakteryzowały się rozbudowaną siecią placówek¹. Pozostawały istotnym dostawcą usług finansowych w wybranych segmentach rynku, szczególnie w zakresie obsługi finansowej środowisk lokalnych. Na koniec 2024 r. odpowiadały one za 60% udzielonych kredytów dla rolnictwa oraz 14% kredytów dla sektora budżetowego. Jednocześnie prawie 11% środków gromadzonych przez JST na rachunkach bankowych było utrzymywane w bankach spółdzielczych.

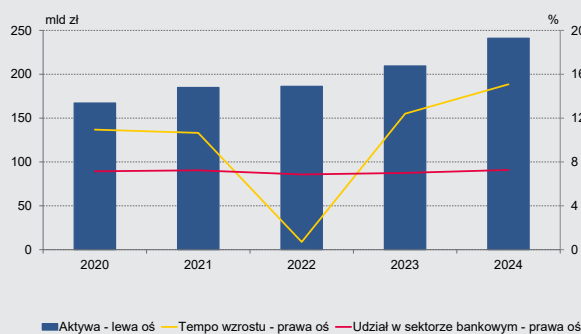
Sektor banków spółdzielczych na koniec analizowanego okresu obejmował 489 podmiotów, w tym 307 było uczestnikami Systemu Ochrony Zrzeszenia BPS (SOZ BPS), a 174 – Spółdzielczego Systemu Ochrony SGB (SSO SGB). Tym samym banki będące uczestnikami systemów ochrony stanowiły prawie 94% aktywów całego sektora banków spółdzielczych (wykres I) i ponad 98% liczby podmiotów. Poza zrzeszeniami i systemami ochrony instytucjonalnej działało samodzielnie osiem banków (o dwa mniej niż rok wcześniej²), a w grupie tej znajdowały się trzy największe podmioty sektora.

W 2024 r. intensywność procesów konsolidacyjnych³ drugi rok z rzędu wyraźnie się zmniejszyła (wykres II). Skłonność do łączenia była ograniczona m.in. za sprawą wysokiej zyskowności banków, a także wzmocnienia ich pozycji kapitałowej.

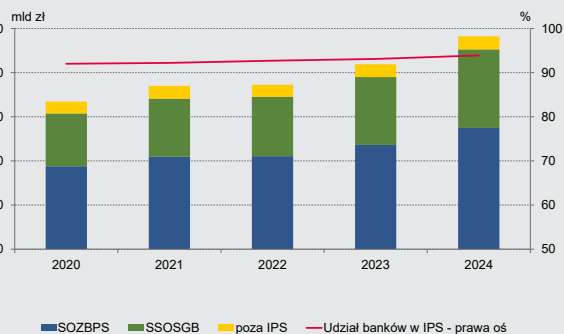
W wyniku zwiększenia skali działalności poszczególnych banków kontynuowany był trend wzrostu udziału i liczby dużych banków (tj. o aktywach powyżej 500 mln zł). W 2024 r. liczba takich podmiotów wzrosła o 29, do 165, a aktywa tych banków stanowiły 65% aktywów sektora banków spółdzielczych (w porównaniu z 58% na koniec 2023 r.). Jednocześnie spadała liczba banków małych (o aktywach poniżej 200 mln zł), a ich udział w aktywach sektora zmniejszył się do 6,6% z 9,4% w 2023 r. (wykres III).

Wykres I. Aktywa banków spółdzielczych w latach 2020–2024

A. Tempo wzrostu i udział w sektorze bankowym

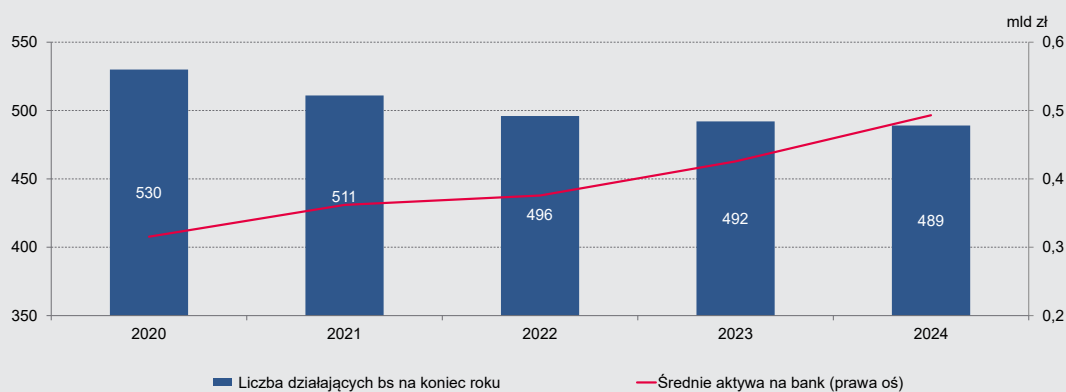


B. Struktura aktywów według udziału w IPS



Źródło: NBP.

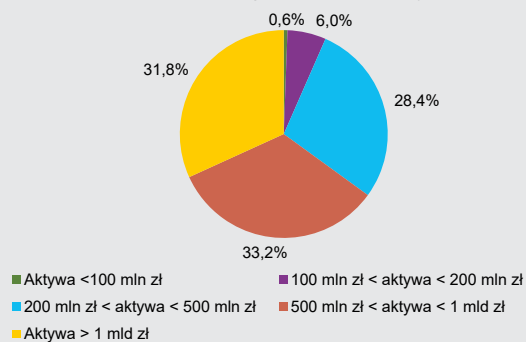
Wykres II. Liczba podmiotów działających w sektorze banków spółdzielczych w latach 2020–2024



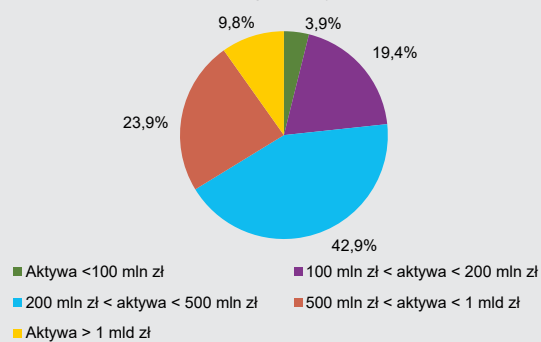
Źródło: NBP.

Wykres III. Struktura sektora banków spółdzielczych według stanu na koniec 2024 r.

A. według wielkości aktywów



B. według liczby banków



Źródło: NBP.

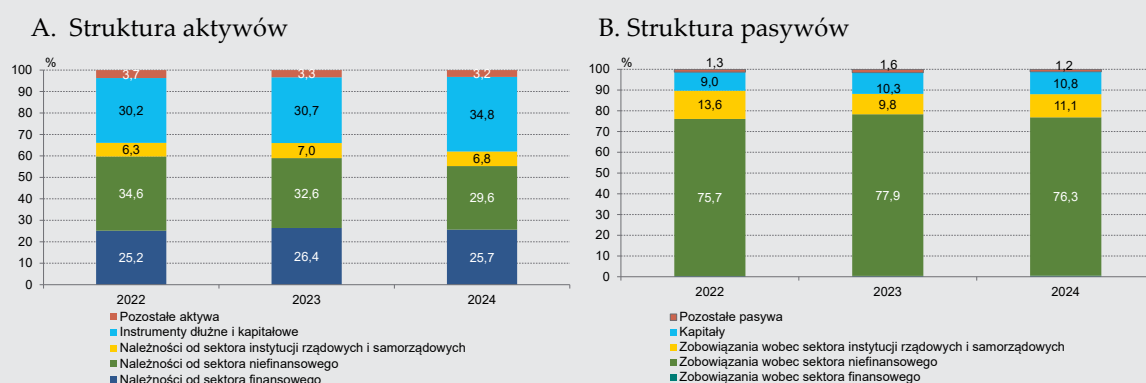
Struktura bilansu

Obserwowany w analizowanym okresie wzrost aktywów banków spółdzielczych wynikał głównie ze zwiększenia wartości portfela papierów wartościowych o 19,6 mld zł (tj. o ponad 30%), w tym instrumentów dłużnych SP i NBP o 18,8 mld zł. Istotnie mniejsza była natomiast skala przyrostu wartości kredytów dla sektora niefinansowego (o 3,0 mld zł, tj. o 4,5%). Wzrost aktywów był finansowany przede wszystkim ze środków pozyskanych od sektora niefinansowego. W efekcie wspomnianych tendencji zmieniła się struktura aktywów sektora (wykres IV).

W strukturze portfela kredytowego banków spółdzielczych największą pozycję stanowiły tradycyjnie kredyty dla osób prywatnych (wykres V). W strukturze kredytów dla osób prywatnych dominowały kredyty mieszkaniowe (24% portfela ogółem).

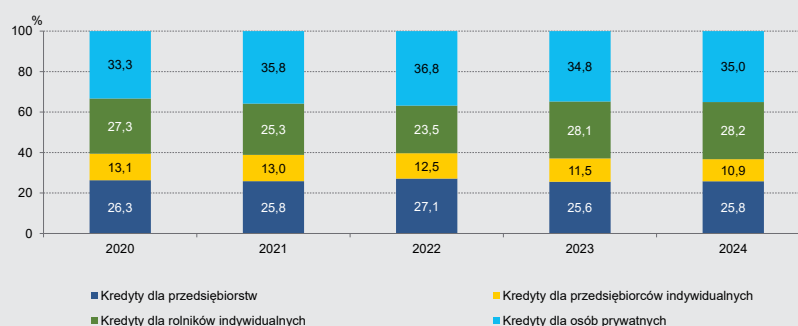
W porównaniu z 2023 r. wyraźnie spowolniło tempo wzrostu kredytów dla rolników indywidualnych (5% w 2024 r. wobec 26% w 2023 r.⁴⁾), jednak ich udział w całym portfelu kredytowym był podobny jak rok wcześniej (28%). Jednocześnie w 2024 r. kontynuowany był wzrost wartości i udziału kredytów z dofinansowaniem z Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa (o ponad 15%).

Wykres IV. Struktura bilansu banków spółdzielczych w latach 2022–2024 r.



Źródło: NBP.

Wykres V. Portfel kredytów od sektora niefinansowego w bankach spółdzielczych w latach 2020–2024



Źródło: NBP.

W 2024 r. jakość portfela kredytowego banków spółdzielczych uległa dalszej niewielkiej poprawie, choć nadal była niższa niż w sektorze banków komercyjnych, zwłaszcza w odniesieniu do kredytów dla przedsiębiorstw. Wskaźnik kredytów zagrożonych dla podmiotów sektora niefinansowego spadł

o 0,7 pkt proc., do 6,6% (wobec 5% dla banków komercyjnych). Poprawiła się jakość prawie każdej kategorii kredytów, z wyjątkiem kredytów mieszkaniowych.

Podobnie jak w poprzednich latach najwyższym ryzykiem kredytowym charakteryzował się portfel kredytów dla przedsiębiorstw – wskaźnik NPL w analizowanym okresie wyniósł nieco powyżej 12% (wobec 7% w bankach komercyjnych). Jakość kredytów mieszkaniowych pozostawała najlepsza (NPL wyniósł 1,5%). W 2024 r. kontynuowany był wzrost wskaźnika pokrycia kredytów zagrożonych rezerwami (do 68,9% z 66,9% rok wcześniej). Tym samym od trzech lat przekracza on analogiczny wskaźnik dla sektora banków komercyjnych (54,6%).

Głównym źródłem finansowania działalności banków spółdzielczych pozostawały depozyty sektora niefinansowego o wartości 184,1 mld zł (przede wszystkim środki gospodarstw domowych – 158,2 mld zł), które stanowiły 76% sumy bilansowej (wykres IV). W ujęciu rocznym depozyty gospodarstw domowych wzrosły o prawie 13%. W 2024 r., po spadku obserwowanym w poprzednich dwóch latach, wyraźnie wzrosła wartość zobowiązań wobec sektora rządowego i samorządowego (o ponad 30%, do 26,9 mld zł). W efekcie ich udział w strukturze pasywów wzrósł o 1,3 pkt proc., do 11,1% na koniec analizowanego okresu.

Sytuacja płynnościowa sektora banków spółdzielczych była dobra. Kontynuowany był wzrost udziału aktywów płynnych, które na koniec 2024 r. stanowiły prawie 55% aktywów banków spółdzielczych (50,6% rok wcześniej) i pokrywały ponad 70% depozytów sektora niefinansowego. W ich strukturze, podobnie jak w poprzednich latach, dominowały bony pieniężne NBP oraz skarbowe papiery wartościowe, które razem stanowiły ponad 90% aktywów płynnych, a bony pieniężne były najszybciej rosnącą pozycją aktywów płynnych. Relacja kredytów dla sektora niefinansowego do depozytów w analizowanym okresie wyniosła 41% (a od 2020 r. kształtuje się poniżej 50%).

Na koniec 2024 r. wszystkie banki spółdzielcze spełniały normę płynności krótkoterminowej (LCR) i długoterminowej (NSFR). Dotyczyło to zarówno banków, które są zobowiązane do utrzymywania wskaźnika na bazie indywidualnej, jak i uczestników IPS, spełniających normę na bazie skonsolidowanej.

Wyniki finansowe

Na koniec grudnia 2024 r. wynik finansowy netto sektora banków spółdzielczych wyniósł 4,9 mld zł (11,6% wyniku całego sektora bankowego), co nominalnie trzeci rok z rzędu stanowiło najwyższy poziom w historii⁵. Tempo wzrostu tego wyniku było jednak wyraźnie niższe niż w poprzednich latach i w analizowanym okresie wyniosło 2,5% (wobec ponad 50% w 2023 r.).

Pozytywnie na wyniki sektora banków spółdzielczych wpłynęły przede wszystkim wzrost wyniku odsetkowego (o nieco ponad 3%), czemu sprzyjały relatywnie wysokie stopy procentowe, oraz wyraźny spadek salda odpisów na ryzyko kredytowe (o 36%). Natomiast czynnikami ograniczającymi wzrost zysku były spadek dochodów nieodsetkowych oraz rosnące koszty działania, które w ujęciu rocznym zwiększyły się o prawie 13%.

Pomimo wzrostu nominalnych wyników finansowych nieznacznie pogorszyły się wskaźniki zyskowności. Wskaźnik ROA dla sektora banków spółdzielczych obniżył się z 2,5% w 2023 r. do 2,2% w 2024 r. (tabela I). Nadal był jednak wyższy niż w sektorze banków komercyjnych (1,5%). Z kolei wskaźnik NIM spadł do 5%, niemniej pozostawał wyraźnie wyższy niż w sektorze banków komercyjnych (3,7%). Na tle banków komercyjnych banki spółdzielcze charakteryzowały się wysokim udziałem wyniku odsetkowego w wyniku z działalności bankowej (90% wobec 80%). Przekładało się to na większą wrażliwość ich wyników na zmiany stóp procentowych. Pozytywny był spadek obciążenia wyniku z działalności bankowej odpisami o 2,6 pkt proc., do 4,4%.

Mniejszy wzrost wyniku z działalności bankowej w porównaniu z kosztami działania przełożył się na wzrost wskaźnika C/I z 41,3% w 2023 r. do 45,4% w 2024 r. (tabela I). Tym samym po raz pierwszy od 2020 r. odnotowano zmianę trendu spadkowego wspomnianego miernika. Na podobnym poziomie jak rok wcześniej kształtowała się relacja kosztów operacyjnych do aktywów, która była wyższa niż w sektorze banków komercyjnych (2,4% wobec 1,8%). Niezmiennie najsłabszą efektywnością kosztową charakteryzowały się małe banki spółdzielcze, a najlepszą korzystające z efektu skali duże podmioty (wykres VI). Z kolei w przypadku wskaźnika ROA różnica między małymi a dużymi bankami uległa zmniejszeniu i była nieznaczna (wykres VI).

Dywersyfikacja źródeł dochodu i poprawa efektywności kosztowej nadal stanowią istotne wyzwania stojące przed bankami spółdzielczymi. Opierając się na tradycyjnych kanałach dystrybucji, sektor spółdzielczy charakteryzuje się bowiem nieproporcjonalnie dużym poziomem zatrudnienia w stosunku do aktywów oraz dużą liczbą placówek, generujących stałe koszty.

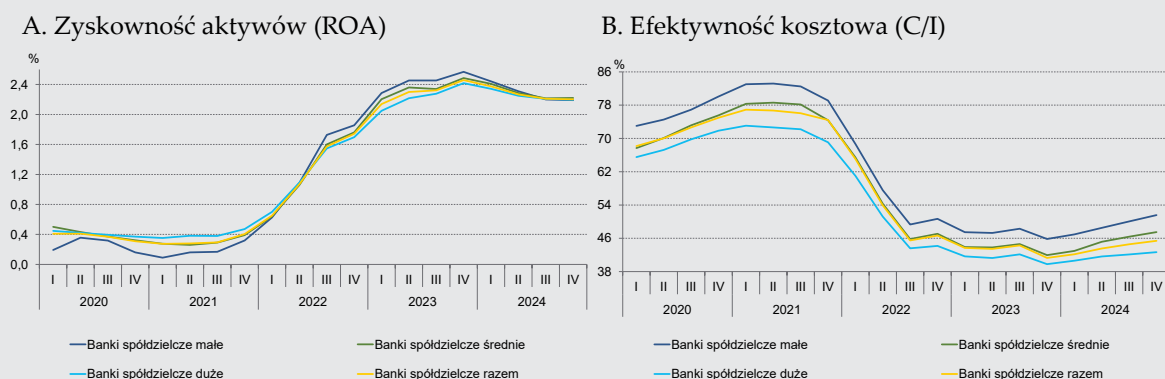
Tabela I. Wybrane wskaźniki operacyjne banków spółdzielczych w latach 2020–2024 (w %)

	2020	2021	2022	2023	2024
Odsetek przeciętnych aktywów					
Wynik z tytułu odsetek	2,11	1,90	4,99	5,51	4,99
Wynik nieodsetkowy	0,69	0,68	0,66	0,62	0,53
- wynik z tytułu opłat i prowizji	0,65	0,63	0,62	0,57	0,49
- przychody z tytułu dywidend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej	0,04	0,05	0,04	0,05	0,04
Wynik działalności bankowej	2,80	2,59	5,66	6,13	5,52
Koszty działania banku	2,10	1,82	2,6	2,52	2,39
Amortyzacja	0,12	0,10	0,10	0,11	0,11
Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów	0,28	0,17	0,75	0,44	0,25
Wynik finansowy brutto	0,42	0,53	2,26	3,11	2,75
Wynik finansowy netto	0,31	0,42	1,74	2,46	2,2
Odsetek wyniku z działalności					
Wynik z tytułu odsetek	75,3	73,6	88,3	89,9	90,4
Wynik nieodsetkowy	24,7	26,4	11,7	10,1	9,6
- wynik z tytułu opłat i prowizji	23,1	24,3	11,0	9,2	8,9
- przychody z tytułu dywidend	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
- wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej	1,6	2,0	0,7	0,8	0,7
Koszty działania banku	79,2	74,4	46,7	41,3	45,4
Amortyzacja	4,2	3,9	1,8	1,8	2,0
Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów	9,9	6,6	13,3	7,2	4,6
Wynik finansowy brutto	15,2	20,6	39,9	50,6	49,9
Wynik finansowy netto	10,9	16,1	30,7	40,1	39,8
Odsetek przeciętnych funduszy podstawowych					
Wynik finansowy brutto	5,4	7,2	31,2	39,2	31,7
Wynik finansowy netto	3,9	5,6	24,0	31,0	25,3

Uwaga: wynik z tytułu wyceny i działalności handlowej obejmuje wynik z tytułu aktywów i zobowiązań finansowych wchodzących w skład portfeli „przeznaczone do obrotu”, „inne niż przeznaczone do obrotu wyceniane według wartości godziwej ze skutkiem wyceny odnoszonym do rachunku zysków i strat” i „wyceniane według wartości godziwej ze skutkiem wyceny odnoszonym do rachunku zysków i strat”, wynik z tytułu zaprzestania ujmowania w bilansie aktywów i zobowiązań fin. należących do poz. portfeli i wynik z tytułu różnic kursowych.

Źródło: NBP.

Wykres VI. Wskaźniki efektywności w bankach spółdzielczych w latach 2020–2024

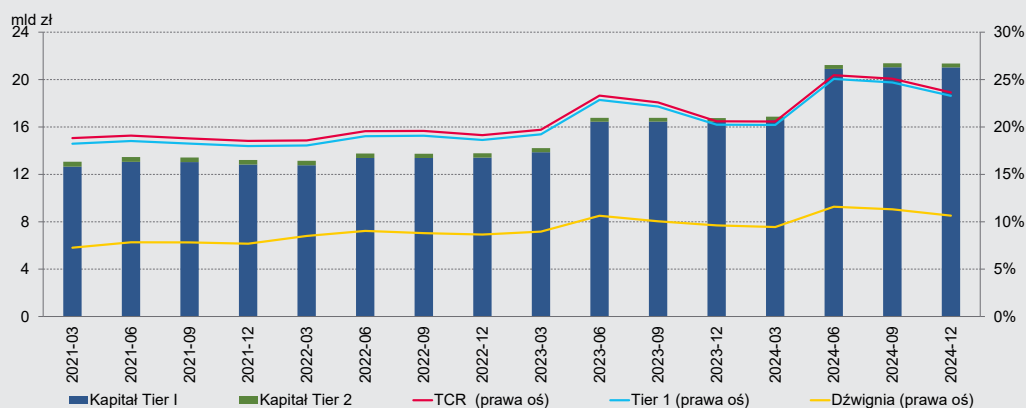


Źródło: NBP.

Pozycja kapitałowa

Pozycja kapitałowa sektora banków spółdzielczych uległa w 2024 r. dalszemu wzmocnieniu w wyniku wyższego tempa przyrostu funduszy własnych w stosunku do łącznej kwoty ekspozycji na ryzyko (odpowiednio 27,5% wobec 11,1%). Utrzymująca się na wysokim poziomie zyskowność tych podmiotów korzystnie wpłynęła na ich zdolność do wewnętrznej budowy kapitału Tier 1 przez zyski zatrzymane. Fundusze własne sektora wzrosły o ponad 4 mld zł, do ponad 21 mld zł, co wynikało głównie z zaliczenia zysku za 2023 r. do kapitału rezerwowego (wzrost o 27%)⁶. W strukturze funduszy dominował niezmiennie kapitał Tier 1 (wykres VII), a jego udział kolejny rok z rzędu zwiększył się, do 98,5%.

Wykres VII. Adekwatność kapitałowa banków spółdzielczych w latach 2021–2024



Źródło: NBP.

Łączny współczynnik kapitałowy sektora w analizowanym okresie wzrósł do 23,6%⁷, natomiast współczynnik kapitału Tier 1 do 23,3%, wobec odpowiednio 20,6% i 20,2% w 2023 r. (wykres VII). Oba wskaźniki nadal były wyższe niż w przypadku banków komercyjnych. Wskaźnik dźwigni kształtował się na poziomie 10,6%, wobec 9,6% w 2023 r.

Na koniec grudnia 2024 r. wszystkie banki spółdzielcze spełniały wymóg połączonego bufora, wymóg dźwigni oraz (poza jednym) wymóg MREL. Poziom adekwatności kapitałowej był jednak zróżnicowany w poszczególnych bankach. Jednocześnie kontynuowany był, widoczny od wielu lat, trend spadku liczby udziałowców, która w 2024 r. zmniejszyła o około 9 tys., do 848 tys. Było to efektem m.in. braku realnych zachęt do zwiększania zaangażowania finansowego w działanie banku spółdzielczego.

- ¹ Według stanu na koniec 2024 r. banki spółdzielcze dysponowały siecią ponad 3 tys. placówek, co stanowiło 32% łącznej liczby placówek sektora bankowego.
- ² Wynikało to z zakończenia działalności Wielkopolskiego Banku Spółdzielczego (wskutek przeniesienia jego działalności do Banku Nowego SA) oraz przystąpienia BS w Rabie Wyżnej do SOZ BPS.
- ³ W 2024 r. sfinalizowano jedynie dwa łączenia banków spółdzielczych, po jednym w ramach SSO SGB i SOZ BPS.
- ⁴ Niższe tempo zmian kredytów dla rolników indywidualnych wynikało z efektu bazy, gdyż w II połowie 2023 r. nastąpił dynamiczny wzrost ich wartości za sprawą uruchomienia przez Agencję Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa kredytów preferencyjnych.
- ⁵ Podobnie jak w 2023 r. tylko jeden bank, który był w trakcie wygaszania działalności, odnotował stratę.
- ⁶ Fundusze własne wyższe niż równowartość 5 mln euro w grudniu 2024 r. wykazało 338 banków, wobec 255 w grudniu 2023 r.
- ⁷ W przypadku 268 banków TCR był wyższy od średniej dla sektora banków spółdzielczych.

4.1.5. Ewolucja struktury sektora bankowego

W strukturze sektora bankowego dominowały krajowe banki komercyjne (tabela 4.1.4). Łączny udział w aktywach sektora bankowego znacznie liczniejszej grupy pozostałych banków, tj. oddziałów instytucji kredytowych (OIK) i banków spółdzielczych (BS), wyniósł około 10%. Dziesięć banków, w tym sześć kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych, głównie z krajów UE, posiadało status tzw. innej instytucji o znaczeniu systemowym (OSII)¹⁴¹. Banki OSII obejmowały około 61% aktywów sektora (wykres 4.1.26).

Polski sektor bankowy świadczył usługi głównie na rzecz rezydentów. Działalność banków poza granicami państwa pozostawała ograniczona: jeden bank prowadził działalność za pośrednictwem spółki zależnej w Ukrainie, a trzy – w formie oddziału instytucji kredytowej na terenie innych krajów UE. Łączna wartość aktywów tych podmiotów stanowiła około 1% skonsolidowanych aktywów sektora bankowego.

Krajowe banki komercyjne w zdecydowanej większości prowadziły działalność o charakterze uniwersalnym, tj. świadczyły usługi w pełnym zakresie na rzecz przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Skala bankowości specjalistycznej, reprezentowanej m.in. przez banki hipoteczne, samochodowe i typu *consumer finance*, pozostawała ograniczona. Banki spółdzielcze prowadziły działalność głównie na obszarach słabiej zurbanizowanych i stanowiły w swoich regionach ważne centra rozliczeniowe, kredytowe i depozytowe dla lokalnych społeczności, w tym rolników, samorządów lokalnych oraz sektora MSP. Działalność OIK koncentrowała się na obsłudze finansowej zagranicznych przedsiębiorstw inwestujących i prowadzących działalność gospodarczą w Polsce, finansowaniu sprzedaży produktów globalnych korporacji (m.in. samochodów) będących założycielami ich banków macierzystych oraz dystrybucji produktów finansowych. Oddziały instytucji kredytowych w znacznie mniejszym stopniu niż

¹⁴¹ Komunikat Komisji Nadzoru Finansowego z 11 grudnia 2024 r., dostępny na stronie <https://www.knf.gov.pl/>.

pozostałe podmioty sektora bankowego finansowały swoją działalność depozytami sektora niefinansowego (odpowiednio, około 33% i 66% zobowiązań finansowych).

Zmiany w liczbie działających banków w 2024 r. wynikały głównie z konsolidacji banków spółdzielczych. Liczba tych banków obniżyła się o trzy w wyniku połączeń, których celem była poprawa efektywności działania łączących się podmiotów poprzez wykorzystanie efektu skali i synergii (ramka 4.1.1). Z kolei liczba banków komercyjnych zmniejszyła się w wyniku zakończenia działalności bankowej przez FCE Bank Spółka Akcyjna Oddział w Polsce.

Tabela 4.1.4. Struktura własnościowa sektora bankowego w latach 2020–2024

Liczba banków					
	2020	2021	2022	2023	2024
1. Banki komercyjne	66	67	64	63	62
1.1. Banki krajowe	30	30	30	29	29
1.1.1. Z przewagą kapitału państwowego	9	8	9	9	8
1.1.2. Z przewagą kapitału prywatnego:	21	22	21	20	21
– polskiego	5	5	4	4	4
– zagranicznego	16	17	17	16	17
1.2. Oddziały instytucji kredytowych	36	37	34	34	33
2. Banki spółdzielcze	530	511	496	492	489
Sektor bankowy (1 + 2)	596	578	560	555	551
Udział w aktywach sektora bankowego (w %)					
	2020	2021	2022	2023	2024
1. Banki komercyjne	92,9	92,8	93,1	93,0	92,7
1.1. Banki krajowe	89,6	89,7	90,1	90,3	90,1
1.1.1. Z przewagą kapitału państwowego	44,4	46,5	48,0	48,8	48,1
1.1.2. Z przewagą kapitału prywatnego:	45,2	43,2	42,1	41,5	42,0
– polskiego	5,2	4,0	2,0	2,2	2,2
– zagranicznego	40,0	39,2	40,1	39,3	39,8
1.2. Oddziały instytucji kredytowych	3,3	3,1	3,0	2,7	2,6
2. Banki spółdzielcze	7,1	7,2	6,9	7,0	7,3
Sektor bankowy (1 + 2)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

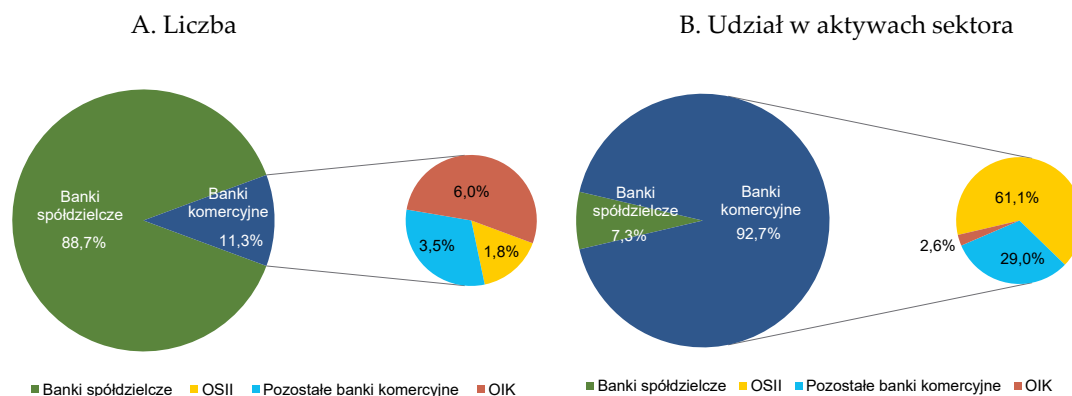
Źródło: NBP.

W 2024 r. struktura własnościowa sektora bankowego według kraju pochodzenia inwestora nie zmieniła się istotnie (wykres 4.1.27). Ponad połowa (około 58%) aktywów sektora była kontrolowana przez inwestorów krajowych. Przejęcie przez amerykański fundusz Cerberus Capital Management kontroli nad VeloBank SA¹⁴² przyczyniło się do spadku liczby (do ośmiu) i udziału (do 48,1%) banków z przewagą kapitału państwowego w aktywach sektora, a także do wzrostu banków z przewagą prywatnego kapitału zagranicznego (odpowiednio do siedemnastu i 42,4%). Udziały podmiotów z sześciu krajów najsilniej zaangażowanych w polskim sektorze bankowym, z wyjątkiem wzrostu inwestycji ze Stanów Zjednoczonych, pozostały na niemal

¹⁴² Komunikat Bankowego Funduszu Gwarancyjnego z 1 sierpnia 2024 r., dostępny na stronie <https://bfg.pl/>.

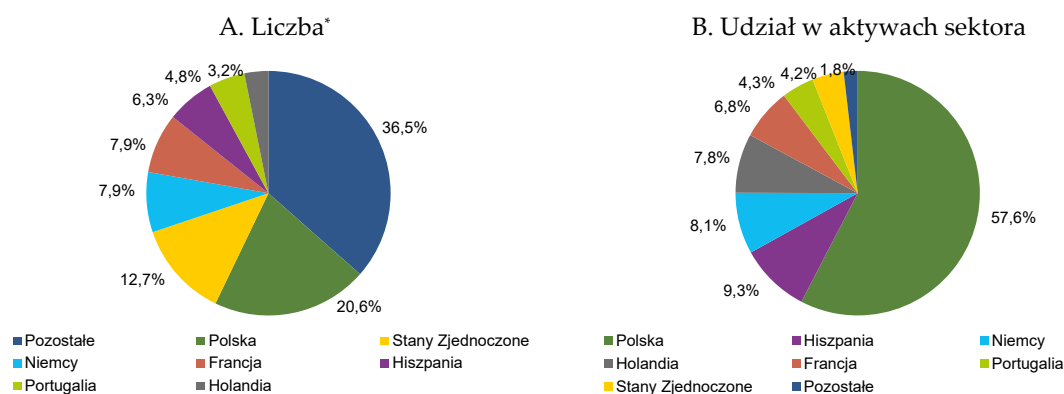
niezmienionych poziomach. Ich łączny udział w aktywach sektora wyniósł 40,6%, podczas gdy udział 22 podmiotów z pozostałych czternastu krajów wynosił 1,8%. Podobnie jak rok wcześniej, udział banków kontrolowanych przez prywatnych inwestorów krajowych w sektorze był marginalny (około 0,1%).

Wykres 4.1.26. Struktura podmiotowa sektora bankowego w Polsce na koniec 2024 r.



Źródło: NBP.

Wykres 4.1.27. Struktura dominujących inwestorów w sektorze bankowym w Polsce na koniec 2024 r. według krajów pochodzenia kapitału właścicielskiego



* Liczba banków kontrolowanych przez inwestorów krajowych bez banków spółdzielczych.

Źródło: NBP.

W analizowanym okresie obserwowano dalszy wzrost koncentracji sektora bankowego. Istotnym elementem tego procesu było zwiększanie się aktywów funduszy przepływowych ustanowionych w celu finansowania rządowych programów¹⁴³. Od 2019 r. udział pięciu największych banków w aktywach całego sektora (CR5) wzrósł o 9,4 pkt proc., do 59,7% w 2024 r. (bez emisji na rzecz

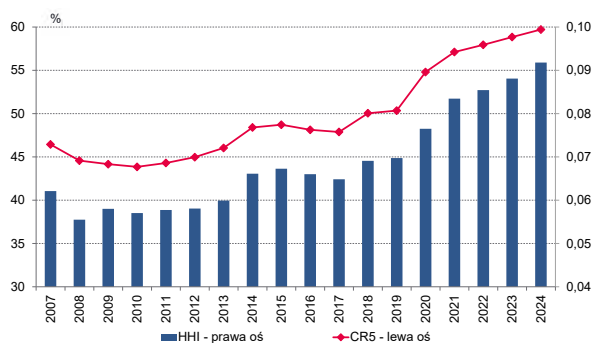
¹⁴³ Więcej informacji w *Sprawozdaniu Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej Banku Gospodarstwa Krajowego w 2024 roku*, dostępnym na stronie <https://www.bgk.pl>.

funduszy w tym okresie: o 4,4 pkt proc., do 54,5%), a wskaźnik koncentracji HHI wzrósł o około 0,0221, do 0,0918 (odpowiednio: o 0,0091, do 0,0788). Na tle państw członkowskich UE sektor bankowy w Polsce nadal należał jednak do najmniej skoncentrowanych (wykres 4.1.28)¹⁴⁴.

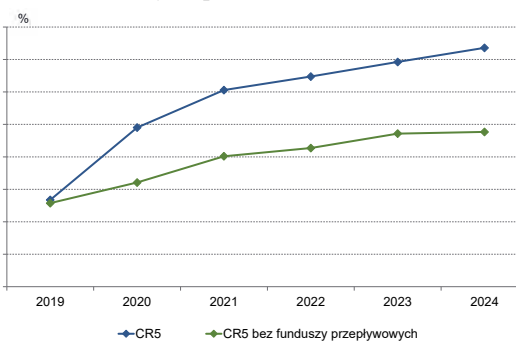
Fundusze przepływowe wpływały również na strukturę własnościową, zwiększały bowiem udział Skarbu Państwa. Z pominięciem aktywów funduszy na koniec 2024 r. udział inwestorów krajowych w aktywach sektora bankowego wyniósł 52,2%, w tym udział SP 41,5%, a inwestorów zagranicznych 47,8%.

Wykres 4.1.28. Wskaźniki koncentracji sektora bankowego

A. Stan w latach 2007–2024



B. Porównanie wskaźników koncentracji z wyłączeniem funduszy przepływowych administrowanych przez BGK



Źródło: NBP.

¹⁴⁴ Polska zajmuje 20. i 21. pozycję pod względem, odpowiednio, CR5 i HHI.

4.2. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe

Sektor spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych na koniec 2024 r. stanowił około 0,2% polskiego systemu finansowego (według wartości aktywów). Aktywa sektora wyniosły nieco ponad 10 mld zł i po raz pierwszy od kilku lat ich wartość się zmniejszyła (tabela 4.2.1).

Po latach systematycznego spadku liczby kas w 2024 r. procesy konsolidacyjne w sektorze SKOK zatrzymały się. Liczba działających kas w stosunku do poprzedniego roku nie zmieniła się i na koniec roku wyniosła 18. O ponad 9% spadła natomiast liczba oddziałów i filii, w których kasy prowadziły swoją działalność. Na koniec 2024 r. udział największych SKOK-ów (o aktywach powyżej 200 mln zł) wyniósł 86%, a czterech najmniejszych – niecały 1% (wykres 4.2.1).

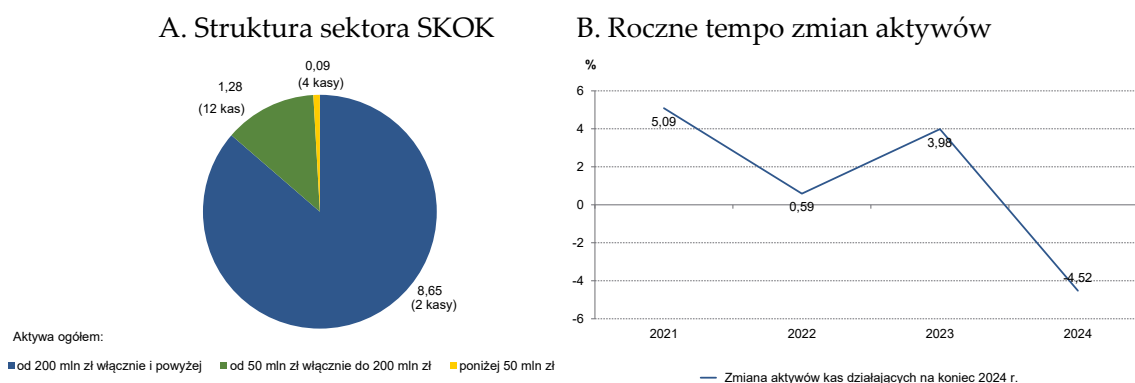
Tabela 4.2.1. Podstawowe dane finansowe sektora SKOK w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Aktywa (mln zł)	10 035,00	10 094,20	10 490,44	10 016,18
w tym: aktywa płynne (mln zł)	1 840,70	1 585,70	2 033,76	1 746,15
Wskaźnik rezerwy płynnej (%)	12,8	11,0	11,0	10,9
Kredyty i pożyczki (mln zł)	6 931,60	7 071,80	7 081,41	6 882,02
Udział kredytów zagrożonych (%)	10,4	11,4	11,4	11,1
Depozyty (mln zł)	9 445,60	9 283,40	9 827,66	9 318,42
Fundusze własne (mln zł)	380,70	410,50	420,74	447,37
Współczynnik wypłacalności (%)	4,1	4,3	4,4	4,8
Wynik finansowy netto (mln zł)	7,50	95,00	-49,94	-11,66
Liczba członków (tys.)	1 351,10	1 348,20	1 350,96	1 327,69
Liczba oddziałów i filii	730	718	667	606
Liczba działających kas	22	19	18	18

Uwaga: dane dla kas działających w wybranych okresach. Wartości dla 2023 r. mogą nieznacznie różnić się od zamieszczonych w poprzedniej edycji opracowania ze względu na korekty danych.

Źródło: UKNF.

Wykres 4.2.1. Struktura sektora SKOK według wartości aktywów w 2024 r. (w mld zł) i roczne tempo zmian aktywów w latach 2021–2024



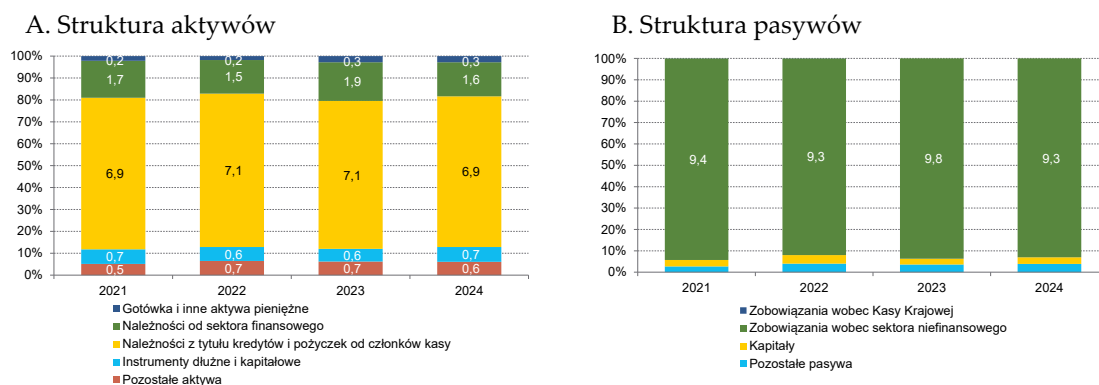
Uwaga: w panelu A w nawiasach liczba kas.

Źródło: UKNF.

Struktura aktywów i jakość portfela kredytowego

Struktura aktywów sektora SKOK nie zmieniła się istotnie w 2024 r. Dominowały należności od członków kas z tytułu kredytów i pożyczek (prawie 69%), których wartość w ciągu roku spadła o 2,8%, do niecałych 6,9 mld zł (wykres 4.2.2).

Wykres 4.2.2. Struktura aktywów i pasywów kas w latach 2021–2024



Uwaga: dane na wykresach wskazują wartości poszczególnych składników bilansu na koniec danego okresu w mld zł.

Źródło: UKNF.

Za 95% wartości kredytów udzielonych przez kasy odpowiadały kredyty konsumpcyjne, których wartość na koniec 2024 r. wyniosła 6,6 mld zł, tj. o 2,5% mniej niż rok wcześniej. Wartość kredytów mieszkaniowych obniżyła się o 4,2%, do 0,2 mld zł (odpowiadały one za 3,4% portfela). Udział kredytów dla przedsiębiorstw w portfelu kredytowym sektora SKOK był śladowy. W strukturze terminowej przeważały należności z terminem zapadalności powyżej roku.

Drugą co do wartości pozycją aktywów były należności od sektora finansowego (15,6%), na które złożyły się głównie lokaty kas w Kasie Krajowej (1,5 mld zł). Lokaty w bankach krajowych w 2024 r. spadły o prawie 89% i wyniosły nieco ponad 0,03 mld zł. Wartość należności od sektora finansowego spadła w ciągu roku o prawie 16% (do niecałego 1,6 mld zł), a ich udział w aktywach zmniejszył się o 2,1 pkt proc. Instrumenty dłużne i kapitałowe stanowiły 6,8% aktywów SKOK-ów (0,6 mld zł), a ich udział wzrósł w stosunku do 2023 r. o prawie 1%.

Jakość należności kredytowych poprawiła się, przede wszystkim dzięki sprzedaży wierzytelności przeterminowanych¹⁴⁵ (wskaźnik kredytów zagrożonych spadł o 0,31 pkt proc., do 11,1%). Struktura portfela kredytów z rozpoznaną utratą wartości nie zmieniła się istotnie. Kredyty konsumpcyjne stanowiły 88,7% jego wartości, a kredyty na nieruchomości 4,2%. Pokrycie kredytów przeterminowanych (tj. opóźnionych w spłacie powyżej 3 miesięcy) odpisami zwiększyło się o 3,4 pkt proc., do 71,2%.

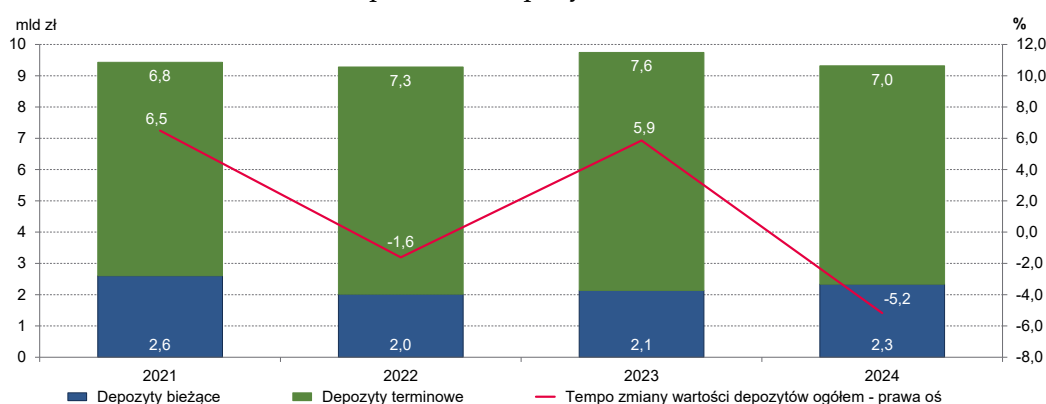
¹⁴⁵ W 2024 r. wartość brutto sprzedanych wierzytelności (głównie przeterminowanych powyżej 12 miesięcy) wyniosła 0,44 mld zł.

Źródła finansowania

Podstawowym źródłem finansowania działalności SKOK-ów pozostawały depozyty członków, przede wszystkim lokaty terminowe osób prywatnych (prawie 75% wszystkich depozytów). Wartość depozytów ogółem na koniec 2024 r. wyniosła 9,3 mld zł i w ciągu roku spadła o 0,5 mld zł (tj. o 5,2%).

Struktura terminowa depozytów zmieniła się tylko nieznacznie. Wartość depozytów bieżących wzrosła o 0,2 mld zł, a terminowych spadła o 0,6 mld zł (wykres 4.2.3). Średnia wartość depozytu w 2024 r. wyniosła prawie 18 tys. zł i w porównaniu z poprzednim rokiem nie zmieniła się istotnie.

Wykres 4.2.3. Struktura i roczne tempo zmian depozytów członków SKOK w latach 2021–2024



Źródło: UKNF.

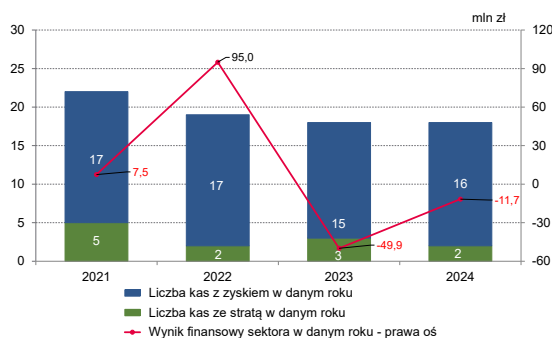
Wyniki finansowe

W 2024 r., pomimo poprawy wyniku w stosunku do roku poprzedniego, sektor SKOK nadal był nierentowny. Kasy wygenerowały łącznie 11,7 mln zł straty, podczas gdy w 2023 r. wyniosła ona prawie 50 mln zł (wykres 4.2.4).

Podstawą wypracowanego przez kasy w 2024 r. wyniku finansowego był wynik odsetkowy (wykres 4.2.4). Dywidendy otrzymane od spółek zależnych, z których kasy uzyskały 10,4 mln zł przychodów, w analizowanym okresie były o 21% mniejsze niż rok wcześniej. Niższe (o prawie 3%) były także koszty działania kas (356,4 mln zł), w tym koszty usług obcych i wynagrodzeń. Relacja wyniku z działalności podstawowej do kosztów działania zmniejszyła się ze 125% w 2023 r. do niecałych 100% w 2024 r. Strata z operacji finansowych była wyraźnie mniejsza niż rok wcześniej.

Wykres 4.2.4. Wyniki finansowe sektora SKOK w latach 2021–2024 oraz struktura wyniku finansowego w 2024 r.

A. Liczba kas wykazujących zysk/stratę oraz wynik finansowy sektora SKOK



B. Struktura wyniku finansowego sektora SKOK w 2024 r.



Źródło: UKNF.

Pozycja płynnościowa

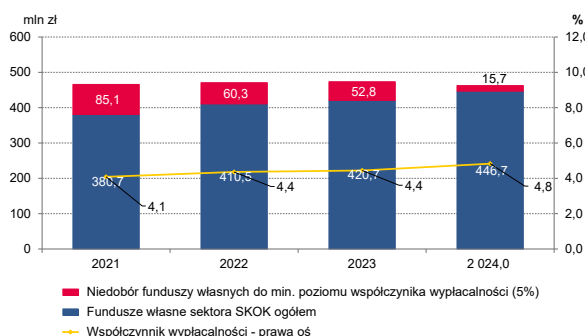
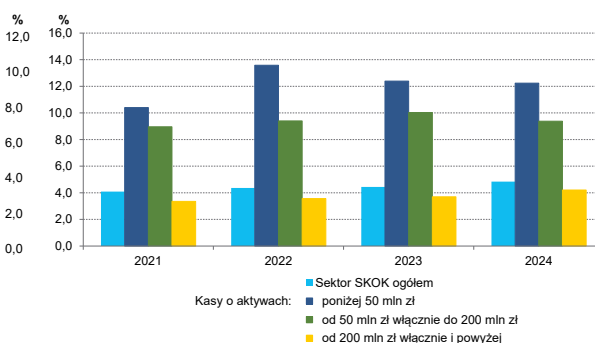
Aktywa płynne kas zmniejszyły się o 14,1% i ich wartość na koniec 2024 r. wyniosła 1,75 mld zł (co pokrywało 18,8% depozytów członków kas). Głównym składnikiem aktywów płynnych pozostawały lokaty w Kasie Krajowej, których względne znaczenie wzrosło kosztem lokat w bankach krajowych. Podobnie jak w poprzednich latach w 2024 r. wszystkie kasy utrzymywały wskaźnik rezerwy płynnej powyżej ustawowego minimum 10%, zaś średni wskaźnik dla sektora na koniec roku wyniósł nieco poniżej 11%.

Fundusze własne i adekwatność kapitałowa kas

Pozycja kapitałowa sektora SKOK poprawiła się, jednak nadal wykazywał on niedobory kapitałowe. Średni współczynnik wypłacalności w sektorze, pomimo wzrostu o 0,4 pkt proc., utrzymywał się poniżej ustawowego minimum i na koniec 2024 r. wyniósł 4,83%. Niedobór kapitałów całego sektora – do osiągnięcia 5% wymogu kapitałowego – wyniósł 15,7 mln zł, zatem był o 37,1 mln zł mniejszy niż rok wcześniej (wykres 4.2.5).

Wartość funduszy własnych kas wzrosła o 26,0 mln zł, do 446,7 mln zł. Fundusze udziałowe wzrosły o 16,2 mln zł, do 407,7 mln zł, głównie dzięki pojawieniu się nowej kategorii, tj. udziałów inwestorskich, które na koniec 2024 r. wyniosły 19,9 mln zł. Negatywnie na fundusz udziałowy oddziaływał spadek o 3,2 mln zł udziałów nadobowiązkowych¹⁴⁶, które na koniec analizowanego okresu stanowiły 78% sumy funduszy własnych kas.

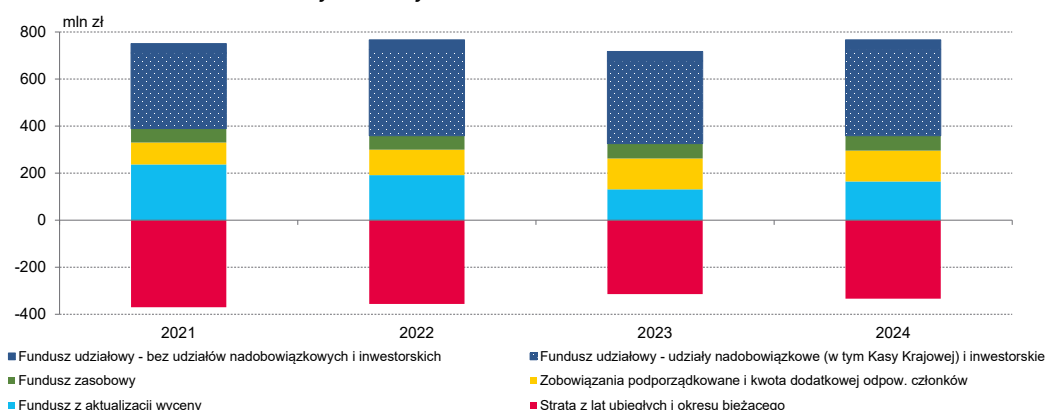
¹⁴⁶ W wyniku zwrotu przez część kas udziałów nadobowiązkowych członkom.

Wykres 4.2.5. Fundusze własne i współczynnik wypłacalności sektora SKOK w latach 2021–2024**A. Współczynnik wypłacalności i niedobór funduszy własnych sektora SKOK****B. Współczynnik wypłacalności w podziale na grupy kas wg wielkości aktywów**

Źródło: UKNF.

Wartość funduszu z aktualizacji wyceny aktywów finansowych wzrosła o 33,2 mln zł i na koniec 2024 r. wyniosła 164,5 mln zł, co stanowiło 26,8% sumy funduszy własnych. Wartości zobowiązań podporządkowanych oraz funduszu zasobowego (odpowiednio prawie 30% i ponad 14% funduszy własnych) utrzymywały się na poziomie z końca 2023 r. (wykres 4.2.6).

Negatywnie na pozycję kapitałową kas oddziaływała strata z lat ubiegłych, która w połączeniu ze stratą z analizowanego okresu w 2024 r. wyniosła 333,7 mln zł. Utrzymująca się nierentowna działalność niektórych kas powodowała obciążenie funduszy własnych stratami bieżącymi w kwocie prawie 20 mln zł.

Wykres 4.2.6. Struktura funduszy własnych sektora SKOK w latach 2021–2024

Źródło: UKNF.

Pozycja kapitałowa poszczególnych kas była zróżnicowana. Najlepszą charakteryzowały się kasy o aktywach poniżej 50 mln zł, których współczynniki wypłacalności wyniosły nieco ponad 12%. Natomiast najgorzej skapitalizowanymi kasami, ze współczynnikiem poniżej ustawowego minimum, były podmioty o aktywach powyżej 200 mln zł (wykres 4.2.5). Tym niemniej ich pozycja kapitałowa w 2024 r. uległa poprawie w porównaniu do poprzedniego roku. Współczynnik

wypłacalności w kasach średniej wielkości (od 50 do 200 mln zł sumy bilansowej) wyniósł 9,4%, tj. nieco mniej niż rok wcześniej, choć nadal istotnie powyżej ustawowego minimum 5%.

4.3. Instytucje niebankowe świadczące usługi finansowe

4.3.1. Podmioty świadczące usługi leasingu¹⁴⁷

Wielkość rynku

Leasing był głównym pozabankowym zewnętrznym źródłem finansowania polskich przedsiębiorstw. Według raportu Komisji Europejskiej 44% krajowych MSP korzystało z tej formy finansowania — najwięcej w całej UE i ponad dwukrotnie więcej od średniej europejskiej¹⁴⁸. Drugi rok z rzędu wartość inwestycji sfinansowanych przez leasingodawców przekroczyła 100 mld zł i na koniec analizowanego okresu wyniosła 110 mld zł, tj. o 10% więcej niż rok wcześniej (wykres 4.3.1). Odpowiadało to prawie 55% łącznej wartości nowych kredytów udzielonych przez banki sektorowi przedsiębiorstw niefinansowych (wykres 4.3.2). Z kolei relacja wartości finansowania przekazanego przez spółki leasingowe do PKB Polski kształtowała się na poziomie zbliżonym do obserwowanego w poprzednich latach i wyniosła 3%. Większość (88%) środków pochodziła z umów leasingu. Pożyczki odpowiadały za 12% udzielonego finansowania. Całkowita wartość portfela branży leasingowej wzrosła o 8% w porównaniu z poprzednim rokiem i na koniec 2024 r. wyniosła 218 mld zł.

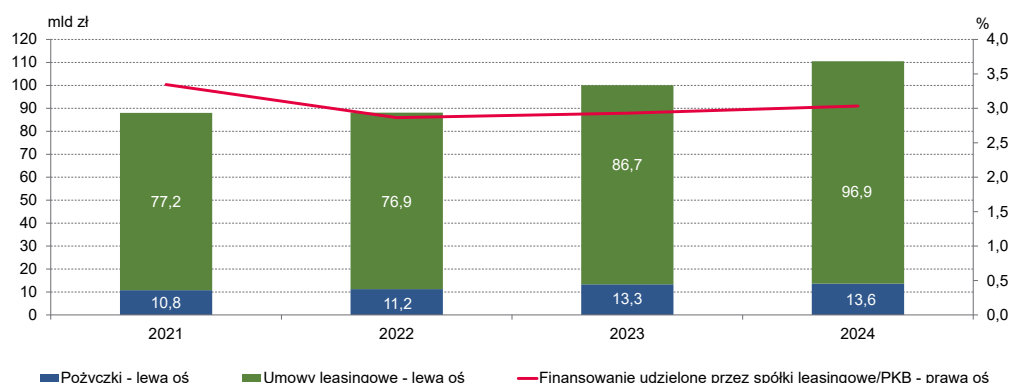
W 2024 r. firmy leasingowe zawarły niemal tyle samo nowych umów co rok wcześniej — 594 tys., wobec 599 tys. w 2023 r., przy czym liczba leasingobiorców zwiększyła się o prawie 12%, do 476 tys. Struktura klientów firm leasingowych według rocznego przychodu klienta (na podstawie szacunków ZPL), była podobna jak w poprzednich latach — 73% stanowiły przedsiębiorstwa o obrotach nieprzekraczających 20 mln zł. Kluczową grupą nadal były mikrofirmy, których udział wzrósł względem poprzedniego roku o prawie 6 pkt proc. i na koniec 2024 r. wyniósł 55%. Znaczenie sektora publicznego oraz klientów indywidualnych na rynku usług leasingowych pozostawało niewielkie, podmioty te odpowiadały za niewiele ponad 1,5% rynku. Pod względem miejsca siedziby leasingobiorców dominującą rolę pełniły podmioty z województwa mazowieckiego (37% liczby nowych umów). Z kolei w strukturze klientów ze względu na rodzaj prowadzonej działalności, podobnie jak przed rokiem, dominowały firmy zajmujące się handlem hurtowym i detalicznym, transportem i gospodarką magazynową¹⁴⁹. Zawarły one umowy o łącznej wartości 30 mld zł.

¹⁴⁷ W niniejszym opracowaniu, o ile nie wskazano inaczej, korzystano z danych o rynku usług leasingowych w Polsce gromadzonych przez Związek Polskiego Leasingu (ZPL) oraz Główny Urząd Statystyczny (GUS). Prezentowane w rozdziale wartości pochodzą z ostatnich dostępnych publikacji, dlatego mogą różnić się od przedstawionych w poprzednich edycjach opracowania.

¹⁴⁸ *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Analytical Report 2024*, European Commission, Brussels, December 2024. Ankietowane firmy deklarowały korzystanie z leasingu w ciągu 6 ostatnich miesięcy od daty badania.

¹⁴⁹ Według sekcji PKD, dane GUS.

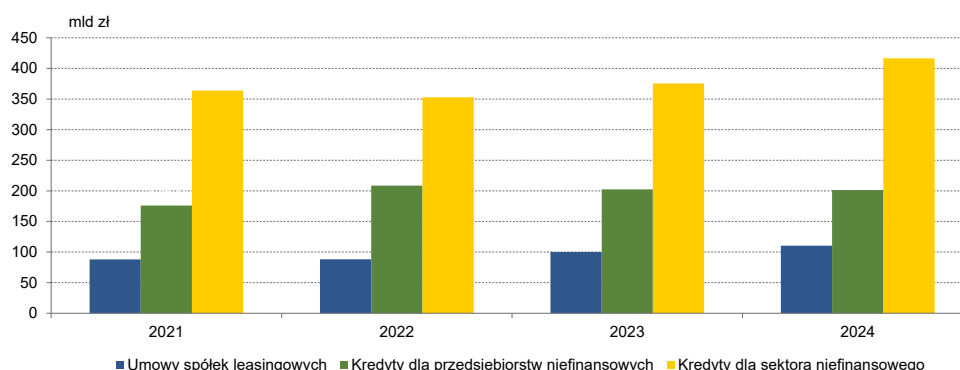
Wykres 4.3.1. Wartość finansowania udzielonego przez spółki leasingowe w Polsce w latach 2021–2024



Uwaga: dane mogą różnić się od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania z uwagi na dokonane korekty.

Źródło: ZPL, GUS.

Wykres 4.3.2. Wartość nowo udzielonych kredytów dla sektora niefinansowego oraz nowo zawartych umów z leasingodawcami w latach 2021–2024



Uwaga: wartość kredytów udzielonych w złotych oraz euro, bez umów renegotiowanych. Dane mogą różnić się od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania z uwagi na dokonane korekty.

Źródło: ZPL, NBP.

Podstawową formą prawo-organizacyjną przedsiębiorstw oferujących usługi leasingu była spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (64%)¹⁵⁰. Jednocześnie odsetek populacji sprawozdawczej, dla której leasing stanowił jedyny lub dominujący rodzaj działalności, wyniósł 76%. Większość firm należała także do grup kapitałowych, najczęściej jako jednostka zależna. Banki były głównym udziałowcem w co czwartym podmiocie, a przedsiębiorstwa i osoby fizyczne w 51% instytucji. Sieć dystrybucyjną firm leasingowych tworzyło ponad 1,7 tys. oddziałów i autoryzowanych przedstawicielstw.

¹⁵⁰ Dane GUS.

Głównym źródłem finansowania przedmiotów, które w 2024 r. zostały przekazane w leasing, był kapitał obcy, przede wszystkim kredyty i pożyczki (79%). Firmy leasingowe pozyskiwały również środki finansowe z tytułu emisji obligacji, choć ich udział w strukturze finansowania nie przekraczał 10%. Mimo to niektóre z przedsiębiorstw z tej branży należały do grona dziesięciu podmiotów niegieldowych o największym zadłużeniu z tytułu emisji obligacji korporacyjnych¹⁵¹. Znaczenie funduszy własnych pozostawało ograniczone, stanowiły one 4% wszystkich środków wykorzystanych na zakupy przedmiotów przekazanych w leasing w 2024 r.

Branża leasingowa w analizowanym okresie wypracowała dwukrotnie wyższy zysk netto¹⁵² niż w roku poprzednim – 1,5 mld zł. W efekcie wskaźnik rentowności kapitału własnego¹⁵³ wzrósł o 6 pkt proc., do 11%. Poprawa wyniku finansowego wynikała z szybszego wzrostu przychodów niż kosztów. Przychody ogółem branży zwiększyły się do 30 mld zł, głównie za sprawą większej (o 7 pkt proc.) sprzedaży. Tymczasem koszty działalności powiększyły się o 6 pkt proc., do 28 mld zł, przy czym koszty finansowe nie zmieniły się istotnie.

Struktura sfinansowanych aktywów

Przedmiotem finansowania spółek leasingowych w 2024 r. były przede wszystkim ruchomości (tabela 4.3.1). W strukturze aktywów sfinansowanych leasingiem dominowały pojazdy (78,6%), przy czym najważniejszą kategorią były auta osobowe. Największa część środków pochodzących z pożyczek służyła do zakupu maszyn (62,6%), głównie rolniczych. W analizowanym okresie podmioty z branży leasingowej sfinansowały zakupy pojazdów lekkich¹⁵⁴ o łącznej wartości 60,4 mld zł, co oznaczało wzrost o 24,7% w porównaniu z poprzednim rokiem. Ponownie istotnie zwiększyła się liczba transakcji w tym segmencie rynku, a ich średnia wartość była wyższa o 3,8% (i wyniosła 149 tys. zł.). Kluczową grupą klientów w tym obszarze były najmniejsze firmy, o rocznych obrotach nieprzekraczających 5 mln zł (66%). Z kolei w przypadku pojazdów o masie powyżej 3,5 tony, gdzie najważniejszą kategorią były środki transportu drogowego towarów, zaobserwowano pewien regres: zmniejszyły się zarówno liczba (o 8%), jak i średnia wartość transakcji (o 6,2%). W efekcie całkowita wartość udzielonego na ten cel finansowania była niższa o prawie 14% niż rok wcześniej. Struktura klientów w tym segmencie rynku była jednak bardziej zrównoważona niż w przypadku pojazdów lekkich. Nadal największe znaczenie miały najmniejsze firmy, jednak ich udział był istotnie niższy (37%).

Po obserwowanym w 2023 r. spadku liczby transakcji, których przedmiotem było nabycie maszyn, w analizowanym okresie poprawiły się wyniki sprzedaży. Łączna wartość środków przekazanych

¹⁵¹ Rynek ofert publicznych akcji oraz rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce w 2024 roku, UKNF.

¹⁵² Dane GUS o sytuacji finansowej firm z branży leasingowej obejmują wyłącznie te przedsiębiorstwa, dla których działalność leasingowa stanowiła jedyny lub dominujący rodzaj działalności.

¹⁵³ Wskaźnik rentowności kapitału własnego obliczono jako relację wyniku finansowego netto spółek do kapitału własnego na koniec roku.

¹⁵⁴ Do kategorii pojazdów lekkich według danych ZPL zalicza się pojazdy osobowe oraz pojazdy dostawcze i ciężarowe do 3,5 tony.

na ten cel (leasing i pożyczki) zwiększyła się o prawie 5%. Wynikało to zarówno ze wzrostu liczby transakcji, jak i ich przeciętnej wartości. Największą część środków wykorzystano na zakup maszyn rolniczych. Istotny udział miały również inwestycje w sprzęt budowlany, urządzenia do obróbki metali czy sprzęt medyczny. Z kolei skala zaangażowania firm leasingowych w segment nieruchomości pozostawała niewielka. Łączna wartość finansowania przekazanego na tego rodzaju aktywa była niższa o 26% i wyniosła 0,5 mld, przy czym najwięcej zainwestowano w obiekty handlowe i usługowe.

Tabela 4.3.1. Aktywa sfinansowane przez spółki leasingowe w latach 2021–2024

	Wartość (w mld zł)				Struktura (w %)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Środki ruchome, w tym:	87,2	87,5	99,4	110,0	99,1	99,3	99,3	99,5
- maszyny i urządzenia	24,7	25,1	25,0	26,2	28,1	28,4	25,0	23,7
- IT	1,0	1,1	1,0	1,0	1,2	1,2	1,0	0,9
- środki transportu kolejowego, powietrznego, wodnego	1,4	1,1	1,7	1,8	1,6	1,2	1,7	1,6
- środki transportu drogowego, w tym:	59,4	59,6	71,2	80,2	67,5	67,6	71,1	72,6
- samochody osobowe	32,7	31,2	41,5	52,2	37,2	35,4	41,5	47,2
Nieruchomości	0,8	0,6	0,7	0,5	0,9	0,7	0,7	0,5
Środki ruchome i nieruchomości ogółem	88,0	88,1	100,1	110,5	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: ZPL.

W 2024 r. przedsiębiorstwa leasingowe rozwijały także ofertę finansowania tzw. „zielonych aktywów”. Według danych ZPL na ten cel przeznaczono o 16% środków więcej niż w roku poprzednim – 4,9 mld zł. Większość pochodziła z umów leasingu, udział pożyczek wyniósł jedynie 8%. Najwięcej funduszy zainwestowano w samochody osobowe, zeroemisyjne i hybrydy *plug-in*, odpowiednio 2,2 mld zł i 2,0 mld zł. Relatywnie duży udział w całości udzielonego finansowania w 2024 r. miała również fotowoltaika, choć przedsiębiorstwa leasingowe przekazały na ten cel o prawie 17% mniej środków niż rok wcześniej, tj. prawie 0,5 mld zł.

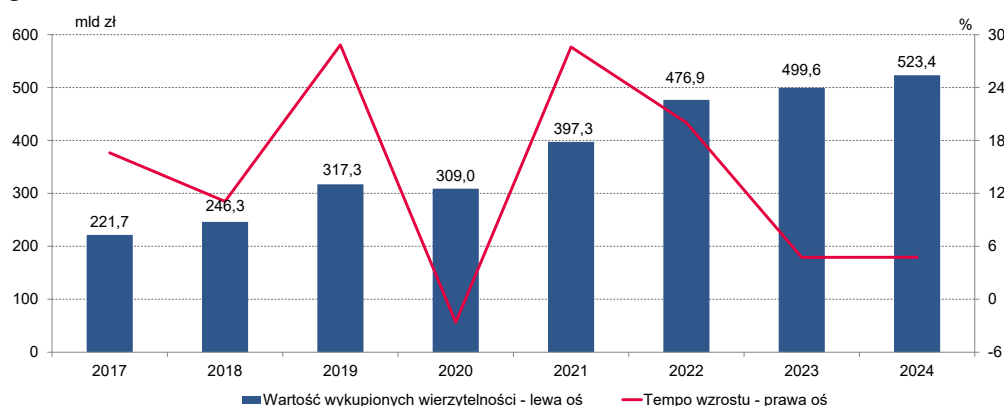
4.3.2. Podmioty świadczące usługi faktoringu¹⁵⁵

Wielkość rynku

Według danych GUS wartość wierzytelności nabytych przez krajowe podmioty świadczące usługi faktoringu w 2024 r. wzrosła o 4,8% i wyniosła 523,4 mld zł (wykres 4.3.3). Liczba wykupionych

¹⁵⁵ Dane o rynku usług faktoringowych w Polsce wykorzystane w niniejszym opracowaniu pochodzą z GUS oraz Polskiego Związku Faktorów (PZF). W badaniu GUS *Działalność faktoringowa przedsiębiorstw finansowych w 2024 r.*, Warszawa 2025, wzięło udział 45 podmiotów prowadzących działalność faktoringową, tj. 37 wyspecjalizowanych firm faktoringowych oraz 8 banków komercyjnych. Wśród analizowanych firm dla 29 faktoring stanowił jedyny rodzaj działalności, a dla 3 był działalnością dominującą. Dane za 2023 r. dotyczą zbiorowości badanej przez GUS w 2024 r., dlatego różnią się od danych zamieszczonych w poprzedniej edycji niniejszego opracowania.

Wykres 4.3.3. Wartość wierzytelności wykupionych przez podmioty świadczące usługi faktoringowe w latach 2017–2024



Źródło: GUS.

Banki do finansowania działalności faktoringowej wykorzystywały przede wszystkim środki własne (82,5%), podczas gdy w przypadku podmiotów niebankowych były to w głównej mierze kredyty bankowe (66,5%). W dalszej kolejności instytucje niebankowe korzystały z zaciągniętych pożyczek (18,1%) oraz wyemitowanych obligacji (13,1%). Wartość zewnętrznych źródeł finansowania niebankowych przedsiębiorstw faktoringowych wzrosła. W największym stopniu zwiększyło się zadłużenie z tytułu kredytów bankowych (31,0%), zaś w najmniejszym – zadłużenie z tytułu pożyczek (8,1%). Wewnętrzne źródła finansowania nie miały istotnego znaczenia dla tego rodzaju podmiotów, a w 2024 r. ich wykorzystanie dodatkowo się zmniejszyło.

Pogorszyły się wyniki finansowe podmiotów niebankowych, dla których faktoring był jedyną lub dominującą działalnością. W 2024 r. ich zysk netto był o 82,1% niższy niż w poprzednim roku i wyniósł 115,5 mln zł. Było to związane ze spadkiem pozostałych przychodów operacyjnych, przy jednoczesnym wzroście pozostałych kosztów operacyjnych prowadzonej działalności.

Struktura faktoringu

Tak jak w poprzednich latach, faktoring krajowy dominował nad faktoringiem zagranicznym¹⁶² – jego udział w wartości wierzytelności wykupionych w 2024 r. wyniósł prawie 90%. Przewaga ta zmniejszyła się jednak nieznacznie, w związku z obserwowanym w analizowanym okresie szybszym tempem wzrostu obrotów w ramach faktoringu zagranicznego (14,8% wobec 3,6%).

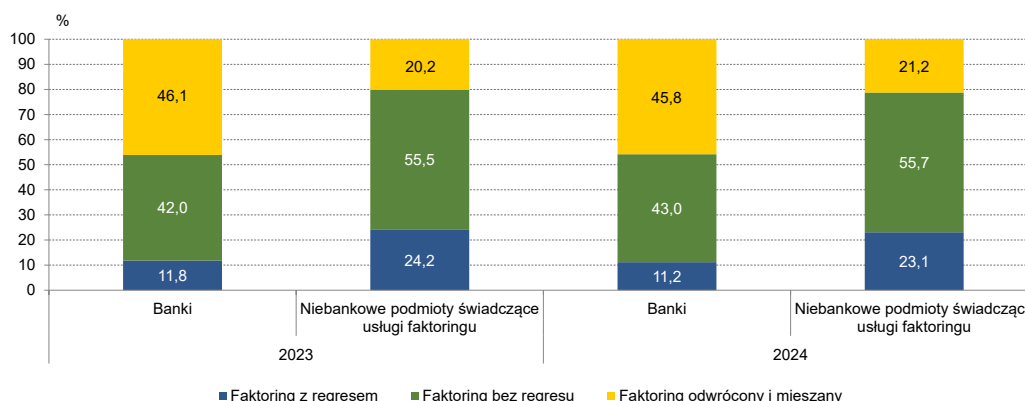
W 2024 r. w strukturze wykupionych wierzytelności w faktoringu krajowym nie zaszły istotne zmiany. Przedsiębiorstwa najchętniej korzystały z usług faktoringu bez regresu (pełnego)¹⁶³. Wartość wykupionych w ramach tej usługi wierzytelności wzrosła o nieco ponad 4% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosła 247,2 mld zł, co odpowiadało 53% udziału

¹⁶² W faktoring krajowym zarówno faktor, jak i jego kontrahent są przedsiębiorcami zarejestrowanymi w Polsce.

¹⁶³ Faktoring pełny jest to usługa, w której faktor udziela finansowania, skracając okres regulowania należności i przyjmuje na siebie ryzyko niewypłacalności kontrahenta.

w rynku. Ten rodzaj faktoringu dominował wśród usług świadczonych przez podmioty niebankowe. Najmniejsze znaczenie dla tych podmiotów miały z kolei faktoring odwrócony¹⁶⁴ i mieszany¹⁶⁵, które przeważały wśród usług świadczonych przez banki (wykres 4.3.4). Faktoring z regresem¹⁶⁶ był natomiast jedynym typem usługi, w ramach której wartość wykupionych wierzytelności w 2024 r. spadła. Zmniejszył się również jej udział w rynku.

Wykres 4.3.4. Struktura wykupionych wierzytelności w faktoringu krajowym w latach 2023–2024



Źródło: GUS.

4.3.3. Firmy pożyczkowe

W Polsce firmy pożyczkowe, obok banków i SKOK-ów, mogą prowadzić działalność polegającą na udzielaniu kredytów konsumenckich osobom fizycznym i pożyczek dla przedsiębiorstw. Firmy pożyczkowe udzielające kredytów konsumenckich podlegają wymogom określonym w ustawie o kredycie konsumenckim¹⁶⁷. Podmioty te mogą prowadzić działalność wyłącznie w formie spółki akcyjnej albo spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, w której ustanowiono radę nadzorczą. Instytucje te zostały zobowiązane do posiadania co najmniej 1 mln zł kapitału zakładowego, przy czym kapitał ten nie może pochodzić z kredytu, pożyczki, emisji obligacji ani ze źródeł nieudokumentowanych. Spełnianie tych wymogów jest warunkiem wpisania podmiotu do prowadzonego przez KNF rejestru firm pożyczkowych udzielających kredytów konsumenckich. Zgodnie z danymi KNF na koniec 2024 r. do wspomnianego rejestru było wpisanych 100 podmiotów, tj. o 313 mniej niż rok wcześniej. Firmy, które do 31 grudnia 2023 r. nie dostosowały się do wspomnianych wymogów, nie mogą prowadzić działalności na rynku

¹⁶⁴ Faktoring odwrócony jest to usługa, w której przedsiębiorca wskazuje faktorowi kontrahentów, którzy będą korzystać z takiego finansowania.

¹⁶⁵ Faktoring mieszany to rodzaj faktoringu, który łączy elementy faktoringu z regresem i bez regresu. W warunkach umowy strony ustalają m.in. wysokość limitu, do którego faktor będzie ponosił ryzyko w razie niewypłacalności nabywcy towarów i usług, a po jego przekroczeniu ryzyko przejdzie na faktora.

¹⁶⁶ W faktoringu z regresem dochodzi do cesji wierzytelności na faktora, klient jest odpowiedzialny za wypłacalność odbiorcy, a faktor ma możliwość wystąpienia o zwrot wypłaconej zaliczki.

¹⁶⁷ Ustawa z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 1497, z późn. zm.).

kredytów konsumenckich i w związku z tym zostały wykreślone przez organ nadzoru ze wspomnianego rejestru.

Wśród firm pożyczkowych funkcjonują zarówno takie podmioty, które finansują swoją działalność kredytami lub pożyczkami od podmiotów dominujących, jak i takie, które udzielają pożyczek wyłącznie ze środków własnych. Oznacza to, że część firm pożyczkowych może dokonywać transformacji terminów zapadalności lub transformacji płynności. Ponadto podmioty te nie mogą emitować obligacji w celu finansowania kredytów konsumenckich. Jednocześnie firmy pożyczkowe, które wyemitowały obligacje przed 18 grudnia 2022 r., nie zostały zobowiązane do wcześniejszego wykupu tych instrumentów finansowych¹⁶⁸. Na podstawie Rejestru Zobowiązań Emitentów (RZE) prowadzonego przez KDPW można szacować, że zadłużenie firm pożyczkowych z tytułu obligacji wyemitowanych na krajowym rynku kapitałowym na koniec 2024 r. wyniosło około 221,9 mln zł. Nie istnieją jednak prawne ograniczenia, aby podmioty te w drodze emisji obligacji pozyskiwały środki na udzielanie pożyczek przedsiębiorstwom.

Skala działalności firm pożyczkowych w Polsce nie jest dokładnie znana. Wprawdzie od 1 stycznia 2024 r. firmy pożyczkowe zostały objęte nadzorem KNF oraz obowiązkiem regularnej sprawozdawczości, jednak KNF nie publikuje ani danych na temat działalności tych podmiotów, ani analiz uwzględniających ocenę ich sytuacji finansowej. Dostępne dane za 2024 r. na temat wielkości rynku kredytów konsumenckich i pożyczek udzielanych przedsiębiorstwom pochodzące z innych źródeł nie są kompletne, tzn. zawierają informacje tylko na temat części rynku, a szacunki dotyczące skali działalności i rozwoju sektora firm pożyczkowych nie są ze sobą zbieżne. Wykorzystane w dalszej części niniejszego podrozdziału dane pochodzą z GUS¹⁶⁹, Związku Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce (ZPF)¹⁷⁰ oraz BIK¹⁷¹.

W badaniu GUS dotyczącym działalności firm pożyczkowych w 2024 r. wzięło udział 98 podmiotów (w tym 4 współpracujące z bankami). Spośród badanych firm dla 23 udzielanie pożyczek stanowiło jedyny rodzaj działalności, dla 25 była to działalność dominująca. Dla 20 podmiotów udzielanie pożyczek stanowiło uboczny rodzaj działalności. Według danych GUS łączna wartość pożyczek udzielonych przez firmy pożyczkowe w 2024 r. wyniosła 35,8 mld zł i była o 36,1% wyższa niż rok wcześniej (tabela 4.3.2). Na wartość tę złożyły się kredyty konsumenckie dla osób fizycznych w kwocie 27,9 mld zł oraz pożyczki dla przedsiębiorstw

¹⁶⁸ Art. 13 ustawy z dnia 6 października 2022 r. o zmianie ustaw w celu przeciwdziałania lichwie (Dz.U. z 2022 r., poz. 2339).

¹⁶⁹ *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2024 r.*, GUS, Warszawa 2025. W materiale GUS dane za 2023 r. zostały zaprezentowane dla zbiorowości będącej przedmiotem badania za 2023 r. i mogą różnić się od danych z poprzedniej edycji opracowania.

¹⁷⁰ *Sektor instytucji pożyczkowych. 2024 rok*, ZPF, Gdańsk 2024. W badaniu ankietowym wzięło udział 11 firm pożyczkowych będących członkami ZPF, obejmowało ono również największą firmę pożyczkową w Polsce.

¹⁷¹ *Podsumowanie roku 2024 na rynku kredytów i pożyczek konsumenckich w Polsce. Wyzwania i prognozy na rok 2025*, BIK, 30 stycznia 2025 oraz *Newsletter BIK o rynku pożyczkowym (dane grudzień 2024 r.)*, BIK, 30 stycznia 2025, dostępne na stronie <https://media.bik.pl/>.

w kwocie 7,9 mld zł (badanie GUS nie zawiera informacji na temat wartości portfela firm pożyczkowych na koniec okresu). Spośród badanych firm pożyczkowych 55 samodzielnie wykonywało działania windykacyjne zagrożonych należności.

Tabela 4.3.2. Pożyczki udzielone przez firmy pożyczkowe w latach 2023–2024

	2023	2024
Wartość udzielonych pożyczek (w mld zł), z tego:	26,3	35,8
- osobom fizycznym	20,8	27,9
- przedsiębiorstwom	5,5	7,9

Źródło: *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2024 r.* (aneks statystyczny), GUS, Warszawa 2025, materiał dostępny na stronie <https://stat.gov.pl/>.

Wnioski z badania ankietowego przeprowadzonego wśród kilkunastu firm pożyczkowych należących do ZPF wskazują, że firmy pożyczkowe udzieliły w analizowanym okresie pożyczek o wartości 8,2 mld zł, co stanowiło wzrost o 22,8% w porównaniu z poprzednim rokiem. Jednocześnie wartość portfela tych pożyczek na koniec 2024 r. zmniejszyła się o 6,1%.

Zgodnie z informacjami BIK firmy pożyczkowe w 2024 r. pożyczyły swoim klientom 21,7 mld zł (wzrost o 48,6%). Na wartość tę złożyły się pożyczki gotówkowe (przeznaczone na dowolne cele) na kwotę 15,0 mld zł, pożyczki celowe (tj. pożyczki na zakup towarów i usług) – 6,1 mld zł oraz należności z tytułu kredytów przyznanych konsumentowi w ramach umowy o korzystanie z karty kredytowej w kwocie 0,6 mld zł¹⁷². Z kolei wartość portfela pożyczek na koniec analizowanego okresu osiągnęła 10,0 mld zł (o 2,3 mld zł więcej niż rok wcześniej). Jej relacja do zadłużenia osób fizycznych z tytułu kredytów konsumpcyjnych udzielonych przez banki na koniec grudnia 2024 r. wyniosła 4,8%. Ponadto z danych BIK wynika, że – mimo poprawy – jakość portfela należności w sektorze firm pożyczkowych pozostawała gorsza od jakości portfela kredytów konsumpcyjnych w sektorze bankowym. W pierwszym przypadku opóźnienia w spłacie raty powyżej 90 dni odnotowano w odniesieniu do 15,0% pożyczek udzielonych w 2024 r.¹⁷³ Natomiast w przypadku banków wskaźnik ten wyniósł, odpowiednio, 9,2% dla kredytów gotówkowych i 6,7% dla kredytów ratalnych. W analizowanym okresie firmy pożyczkowe ograniczały finansowanie klientów o najbardziej ryzykownym profilu. Do podjęcia takich działań mogły przyczynić się obowiązujące od 18 maja 2023 r. zasady dokonywania oceny zdolności kredytowej¹⁷⁴.

Firmy pożyczkowe specjalizują się w udzielaniu pożyczek gotówkowych o małych kwotach i na krótkie terminy. Dane BIK wskazują, że udzielone przez wspomniane podmioty pożyczki gotówkowe o wartości do 1 tys. zł i do 5 tys. zł stanowiły, odpowiednio, 84% i 67% łącznego

¹⁷² Ponadto BIK publikuje dane na temat udzielonych pożyczek z odroczeniem płatności (*buy now pay later*, BNPL). Dane te są jednak prezentowane łącznie dla banków i firm pożyczkowych.

¹⁷³ Udział pożyczek z opóźnieniem w spłacie raty powyżej 90 dni obniżył się o 4,2 pkt proc.

¹⁷⁴ Szerzej na ten temat w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r.*, NBP, Warszawa 2024, s. 67, opracowanie dostępne na stronie <https://nbp.pl/>.

finansowania dla gospodarstw domowych udzielonego przez banki i firmy pożyczkowe. Zaciągnięcie kredytu konsumenckiego pozwalało klientom finansować nieprzewidziane wydatki (np. pokrycie kosztów leczenia) oraz realizować bieżące potrzeby konsumpcyjne (m.in. zakup sprzętu AGD, urządzeń elektronicznych) w sytuacji chwilowego braku gotówki. Z danych ZPF wynika, że średnia wartość pożyczki udzielonej przez firmy pożyczkowe w 2024 r. wyniosła 3,7 tys. zł (według BIK 2,7 tys. zł). Dla porównania średnia kwota kredytu gotówkowego udzielonego przez bank w 2024 r. wyniosła około 25,8 tys. zł. Ponadto z danych BIK wynika, że około 79% klientów firm pożyczkowych miało na koniec grudnia 2024 r. zobowiązania z tytułu kredytu udzielonego przez bank.

Według danych ZPF w strukturze nowo zawartych umów w 2024 r., podobnie jak w poprzednim roku, największy udział miały pożyczki z terminem spłaty do 3 miesięcy (48,9%). Pożyczki udzielone na okres od 3 miesięcy do 1 roku stanowiły 16,7% wartości udzielonych pożyczek, a na okres od roku do 2 lat – 12,0%. Z kolei udział pożyczek z terminem spłaty powyżej 2 lat w wartości nowych umów zwiększył się z 18,8% do 22,3%. Firmy pożyczkowe w ostatnich latach koncentrowały się na sprzedaży internetowej (78,7% pożyczek udzielonych w 2024 r.), natomiast coraz rzadziej oferowały pożyczki z obsługą w domu (6,4% wartości udzielonych pożyczek).

Większa skala finansowania udzielonego w 2024 r. przez firmy pożyczkowe przełożyła się na wzrost wartości aktywów tych instytucji z 16,1 mld zł do 17,8 mld zł (tabela 4.3.3). Z danych GUS¹⁷⁵ wynika, że firmy pożyczkowe w analizowanym okresie odnotowały wzrost przychodów netto ze sprzedaży o 4,5%. Jednocześnie o 3,6% spadły koszty ich działalności operacyjnej. Łączny zysk netto analizowanych podmiotów w 2024 r. wyniósł 971,3 mln zł (wobec 525,7 mln zł rok wcześniej).

Tabela 4.3.3. Podstawowe dane finansowe dotyczące krajowych firm pożyczkowych w latach 2023–2024 (w mln zł)

	2023	2024
Aktywa firm pożyczkowych	16 132,4	17 820,9
Kapitały własne firm pożyczkowych	2 944,0	3 467,7
Przychody netto ze sprzedaży	4 128,9	4 314,3
Koszty działalności operacyjnej	2 186,2	2 106,8
Koszty finansowe	1 248,6	1 288,1
Zysk netto/strata netto	525,7	971,3

Źródło: Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2024 r., GUS, Warszawa 2025.

4.3.4. Pośrednicy kredytowi

Podstawowym przedmiotem działalności pośredników kredytowych jest sprzedaż kredytów i pożyczek udzielanych przez banki. Najwięksi spośród nich są powiązani kapitałowo z bankami

¹⁷⁵ Analiza GUS na podstawie danych o 78 podmiotach udzielających pożyczek ze środków własnych.

lub grupami finansowymi i działają w skali ogólnopolskiej. Zgodnie z ustawą o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami¹⁷⁶ KNF prowadzi rejestr obejmujący pośredników kredytu hipotecznego oraz pośredników kredytu konsumenckiego. Na koniec 2024 r. do tego rejestru wpisanych było 797 pośredników kredytu hipotecznego oraz 40 006 pośredników kredytu konsumenckiego. Działalność pośredników oferujących kredyty hipoteczne podlega nadzorowi KNF. Warunkiem rozpoczęcia działalności przez te podmioty jest uzyskanie zezwolenia organu nadzoru i wpis do wspomnianego rejestru. Bez zezwolenia mogą funkcjonować pośrednicy kredytu hipotecznego, którzy świadczą usługi wyłącznie na rzecz jednego kredytodawcy. Z kolei podmioty świadczące usługi pośrednictwa w udzielaniu kredytu konsumenckiego nie są objęte nadzorem KNF i nie muszą uzyskiwać zezwolenia na prowadzenie działalności. Są jedynie zobowiązane do uzyskania wpisu do rejestru pośredników kredytowych.

Na działalność pośredników kredytowych w 2024 r. wpłynęły poprawa koniunktury gospodarczej oraz dobra sytuacja na rynku pracy. Wartość kredytów i pożyczek udzielonych przez banki we współpracy z pośrednikami w analizowanym okresie wyniosła 64,6 mld zł i była o 61,4% wyższa niż rok wcześniej¹⁷⁷. Złożyły się na nią kredyty i pożyczki udzielone osobom fizycznym na kwotę 62,2 mld zł oraz przedsiębiorstwom na kwotę prawie 2,4 mld zł (tabela 4.3.4). Wspomnianemu wzrostowi wartości udzielonych kredytów i pożyczek towarzyszyło zwiększenie liczby podpisanych umów. Najważniejszymi produktami oferowanymi przez pośredników kredytowych były kredyty hipoteczne oraz kredyty i pożyczki gotówkowe. Ich udział w wartości sprzedanych produktów i w liczbie podpisanych umów wyniósł, odpowiednio, 97,5% oraz 97,7%. Zgodnie z danymi GUS w 2024 r. przy udziale pośredników sprzedano kredyty hipoteczne o wartości prawie 56,8 mld zł (o 64,6% więcej niż rok wcześniej), co wynikało przede wszystkim z kontynuacji udzielania w I półroczu kredytów ze wsparciem na podstawie złożonych w 2023 r. wniosków w ramach programu „Bezpieczny kredyt 2%. Ponadto historycznie wzrosła średnia wartość kredytu hipotecznego, co wynikało ze wzrostu cen nieruchomości i poprawy zdolności kredytowej kredytobiorców¹⁷⁸. W analizowanym okresie odnotowano wzrost wartości kredytów hipotecznych o wysokich kwotach (powyżej 600 tys. zł)¹⁷⁹. Roczne tempo wzrostu tych kredytów

¹⁷⁶ Ustawa z dnia 23 marca 2017 r. o kredycie hipotecznym oraz o nadzorze nad pośrednikami kredytu hipotecznego i agentami (tekst jednolity Dz.U. z 2025 r., poz. 720). Ustawa ta wprowadziła zmiany w ustawie z dnia 12 maja 2011 r. o kredycie konsumenckim (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 1028) w odniesieniu do warunków rozpoczęcia i prowadzenia działalności przez pośredników kredytu konsumenckiego i hipotecznego.

¹⁷⁷ *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2024 r.*, GUS, Warszawa 2024, materiał dostępny na stronie <https://stat.gov.pl/>. Badanie GUS objęło 86 pośredników kredytowych. Dla 52 z nich świadczenie usług pośrednictwa kredytowego stanowiło jedyny rodzaj działalności, dla 27 była to działalność dominująca, a dla 7 uboczna. W przywołanym materiale GUS dane za 2023 r. zostały zaprezentowane dla zbiorowości będącej przedmiotem badania za 2024 r., w związku z czym mogą różnić się od danych z poprzedniej edycji opracowania.

¹⁷⁸ *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, grudzień 2024 r., s. 29, dostępny na stronie <https://nbp.pl/>.

¹⁷⁹ *Podsumowanie roku 2024 na rynku kredytów i pożyczek konsumenckich w Polsce. Wyzwania i prognozy na rok 2025*, BIK, 30 stycznia 2025 oraz *Newsletter BIK o rynku pożyczkowym (dane grudzień 2024 r.)*, BIK, 30 stycznia 2025, materiały dostępne na stronie <https://media.bik.pl/>.

wyniosło 115%. Z kolei zwiększeniu wartości kredytów i pożyczek gotówkowych sprzyjały wzrost popytu gospodarstw domowych (w I półroczu) oraz łagodzenie warunków ich udzielania (w II półroczu). Dane ZPF również wskazują na silny wzrost wartości kredytów hipotecznych i gotówkowych udzielonych przez banki we współpracy z pośrednikami zrzeszonymi w tej organizacji (wzrost, odpowiednio, o 53,9% i 47,9% w porównaniu z 2023 r.)¹⁸⁰.

Najwięcej umów (42% pod względem wartości) podpisano w placówkach stacjonarnych. Z kolei umowy zawarte za pośrednictwem kanału internetowego lub telefonicznie łącznie stanowiły około 25% wartości wszystkich umów.

Tabela 4.3.4. Kredyty i pożyczki udzielone we współpracy z pośrednikami kredytowymi w 2024 r.

	Liczba podpisanych umów (tys.)		Wartość udzielonych kredytów i pożyczek (mld zł)	
	Osoby fizyczne	Przedsiębiorstwa	Osoby fizyczne	Przedsiębiorstwa
Kredyty i pożyczki ogółem, z tego:	683,4	11,7	62,2	2,4
- gotówkowe	540,9	8,2	5,2	1,0
- hipoteczne	129,3	0,8	56,4	0,4
- samochodowe	2,4	0,3	0,5	0,0
- inne	10,7	2,4	0,1	1,0

Uwaga: ze względu na zaokrąglenia sumy wartości kategorii podrzędnych mogą się nieznacznie różnić od wartości kategorii nadrzędnych.

Źródło: *Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2024 r. (aneks statystyczny)*, GUS, Warszawa 2025, materiał dostępny na stronie <https://stat.gov.pl/>.

Z danych GUS¹⁸¹ wynika, że wzrost wartości umów kredytów i pożyczek zawartych w 2024 r. przy udziale pośredników kredytowych przełożył się na zwiększenie przychodów netto ze sprzedaży o 34,1% i, w efekcie, na wzrost przychodów ogółem tych podmiotów w porównaniu z rokiem poprzednim. Jednocześnie koszty działalności operacyjnej tych podmiotów zwiększyły się o 28,3%. W rezultacie zysk netto pośredników kredytowych uczestniczących w badaniu GUS w analizowanym okresie wyniósł 137,9 mln zł (wobec 95,7 mln zł rok wcześniej).

4.3.5. Podmioty prowadzące działalność windykacyjną

W 2024 r. na rynku wierzytelności obserwowano wzrost aktywności. Firmy windykacyjne zwiększały linie kredytowe w bankach, a także przeprowadzały emisje obligacji. Przetargi wierzytelności odbywały się bez zakłóceń, a średnie ceny portfeli wierzytelności były wyższe niż

¹⁸⁰ Sektor pośrednictwa finansowego w Polsce. Wyniki za 2024 r., ZPF, 2025, materiał dostępny na stronie <https://zpf.pl/>.

¹⁸¹ Analiza GUS na podstawie danych dotyczących 51 pośredników kredytowych współpracujących z bankami.

rok wcześniej, co wynikało z przewagi popytu nad generowaną głównie przez sektor bankowy podażą oraz z lepszej jakości zbywanych portfeli¹⁸².

Dane omawiane w dalszej części rozdziału pochodzą z przeprowadzonego przez GUS badania ankietowego przedsiębiorstw prowadzących działalność windykacyjną¹⁸³. Ze względu na zmieniającą się liczebność badanej populacji i kwestie związane z metodyką badania nie w każdym przypadku możliwa była analiza dynamiki zmian dla całej analizowanej przez GUS populacji firm windykacyjnych¹⁸⁴.

Większość ankietowanych przez GUS przedsiębiorstw prowadziła w 2024 r. działalność w formie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (50 spółek) albo spółki akcyjnej (20 spółek). Do grup kapitałowych należały 23 firmy, przy czym podmiotów dominujących było 6. W strukturze udziałowców dominowali inwestorzy krajowi (72 spółki). Dla 82 przedsiębiorstw przeważającymi udziałowcami były przedsiębiorstwa i osoby fizyczne z sektora niefinansowego. Kilka firm prowadziło działalność zagraniczną.

W 2024 r. firmy windykacyjne przyjęły do obsługi 10,4 mln wierzytelności¹⁸⁵ o nominalnej wartości 51,5 mld zł (wykres 4.3.5). Dominowały przyjęte na zlecenie (inkaso), których wartość nominalna stanowiła 65,2% wartości wszystkich wierzytelności przyjętych do obsługi w 2024 r. Łączna nominalna wartość przyjętych wierzytelności konsumenckich¹⁸⁶ wyniosła 36,8 mld zł, a korporacyjnych¹⁸⁷ – 14,8 mld zł.

Struktura finansowania zakupu wierzytelności nie zmieniła się istotnie w analizowanym okresie w porównaniu z rokiem poprzednim. Przeważały wewnętrzne źródła finansowania, a największy udział w ich strukturze miały środki/przychody własne (39,5%). Poza tym firmy windykacyjne często korzystały m.in. z kredytów bankowych (33,2%) oraz emisji obligacji (7,3%).

¹⁸² Zob. m.in. 2024 *Sprawozdanie zarządu KRUK S.A. z działalności operacyjnej Grupy Kapitałowej Kruk i Kruk S.A.* (dostępne na stronie <https://pl.kruk.eu/>), Wrocław, 27 marca 2025 r., *Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy Kapitałowej i spółki BEST S.A. za 2024 rok* (dostępne na stronie <https://www.best.com.pl/>), Gdynia, 26 marca 2025 r.

¹⁸³ *Działalność przedsiębiorstw windykacyjnych w 2024 roku*, GUS, Warszawa, 04.08.2025, materiał dostępny na stronie <https://stat.gov.pl/>. Badania GUS prowadzone są w ramach *Programu badań statystycznych statystyki publicznej*.

¹⁸⁴ Badaniem za 2024 r. objęto 89 podmiotów, w tym 59 podmiotów, dla których działalność windykacyjna była jedynym rodzajem działalności. Natomiast w 2023 r. w badaniu GUS uczestniczyło 91 podmiotów, w tym 59 prowadzących wyłącznie działalność windykacyjną.

¹⁸⁵ Liczba wierzytelności, zgodnie z definicją GUS, to liczba spraw przyjętych do obsługi lub odzyskanych w ciągu całego roku, w tym przez wpływy cykliczne, ratalne.

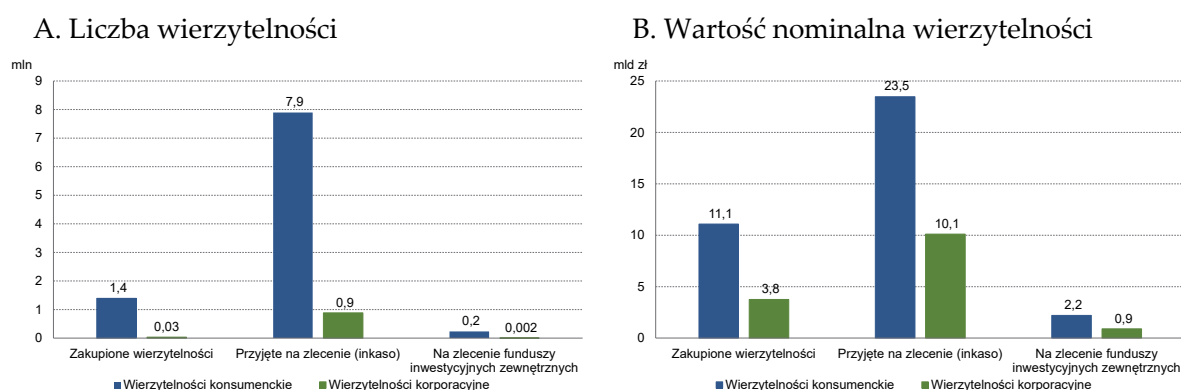
¹⁸⁶ Wierzytelności konsumenckie, zgodnie z definicją GUS, to nieuregulowane zobowiązania gospodarstw domowych (osób fizycznych), w tym gospodarstw indywidualnych w rolnictwie, pracujących na własny rachunek, emerytów i rencistów, utrzymujących się z niezarobkowych źródeł.

¹⁸⁷ Wierzytelności korporacyjne, zgodnie z definicją GUS, to nieuregulowane zobowiązania przedsiębiorstw dotyczące niepłacenia kontrahentom za zakupione towary, materiały lub wykonane usługi. Do tej kategorii zalicza się także nieuregulowane zobowiązania wobec Skarbu Państwa.

Największą grupę wierzycieli pierwotnych dla wierzytelności ogółem stanowiły banki (56,6%), firmy pożyczkowe (15,1%) oraz inni dostawcy usług masowych (5,6%). Jednostkowa wartość wierzytelności różniła się istotnie w zależności od wierzyciela (wykres 4.3.6).

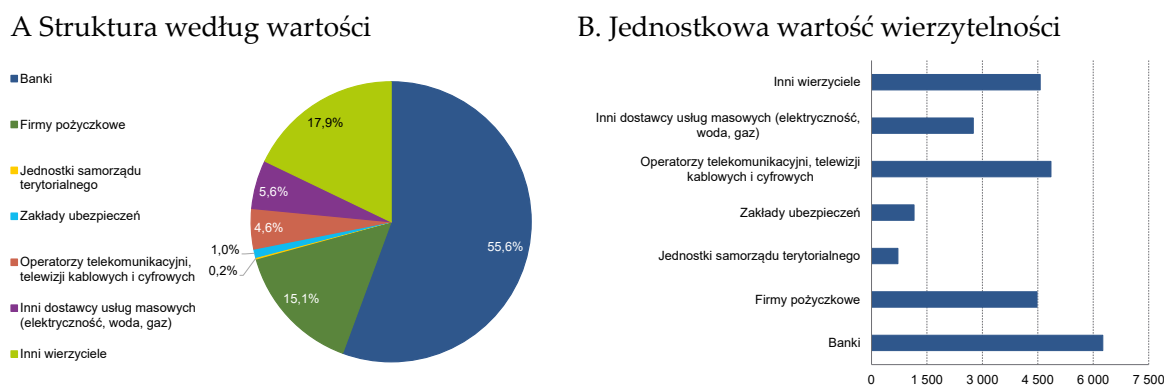
Na koniec 2024 r. firmy windykacyjne obsługiwały 22,9 mln wierzytelności czynnych o nominalnej wartości 238,1 mld zł. W portfolio dominowały zakupione wierzytelności konsumenckie (wykres 4.3.7).

Wykres 4.3.5. Liczba i wartość nominalna wierzytelności przyjętych do obsługi w 2024 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

Wykres 4.3.6. Wierzytelności przyjęte do obsługi w 2024 r. według wierzycieli pierwotnych

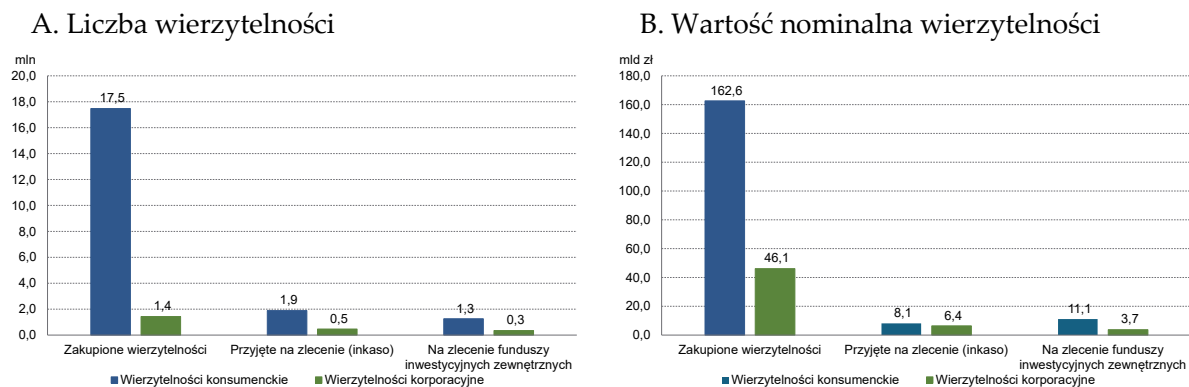


Źródło: obliczono na podstawie danych GUS.

Dane dotyczące sytuacji finansowej przedsiębiorstw windykacyjnych obejmowały 73 podmioty, które prowadziły pełną księgowość oraz dla których działalność windykacyjna była jedynym (50 przedsiębiorstw) lub dominującym (23 przedsiębiorstwa) rodzajem działalności¹⁸⁸.

¹⁸⁸ Zaprezentowane dane dotyczą zbiorowości badanej przez GUS za 2024 r. i mogą różnić się od danych z badania GUS za 2023 r., podanych w poprzedniej edycji opracowania. Porównanie wyników finansowych dla lat 2023–2024 z uwagi na metodykę badania GUS jest możliwe tylko dla 73 podmiotów prowadzących pełną księgowość, których działalność windykacyjna miała charakter jedyny lub dominujący.

Wykres 4.3.7. Liczba i wartość nominalna wierzytelności obsługiwanych przez firmy windykacyjne, według stanu na 31 grudnia 2024 r.



Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

Ożywienie na rynku wierzytelności przełożyło się na wzrost aktywów firm windykacyjnych z 12,7 mld na koniec 2023 r. do 14,0 mld zł na koniec 2024 r. (tabela 4.3.5). Z danych GUS wynika, że podmioty odnotowały nieznaczny spadek przychodów z działalności (o 0,7% w porównaniu z rokiem poprzednim). Jednocześnie o 1,5% wzrosły koszty działalności. Badane przez GUS firmy windykacyjne wypracowały w 2024 r. 1,4 mld zł zysku brutto (spadek o 3,9% w porównaniu z rokiem poprzednim).

Tabela 4.3.5. Podstawowe dane finansowe dotyczące podmiotów prowadzących działalność windykacyjną w 2023–2024 (w mln zł)

	2023	2024
Aktywa ogółem	12 693,7	14 033,3
Kapitał własny	5 782,5	6 619,3
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	6 911,2	7 414,0
Przychody z całokształtu działalności	3 737,3	3 712,7
Koszty z całokształtu działalności	2 247,0	2 281,1
Zysk brutto/strata brutto	1 490,3	1 431,6

Uwaga: Dane przedstawione w tabeli dotyczą zbiorowości badanej przez GUS za 2024 r. i mogą różnić się od danych z badania GUS za 2023 r., podanych w poprzedniej edycji opracowania. Dotyczą one 73 podmiotów, prowadzących w 2024 r. pełną księgowość, których działalność windykacyjna miała zakres jedyny lub dominujący.

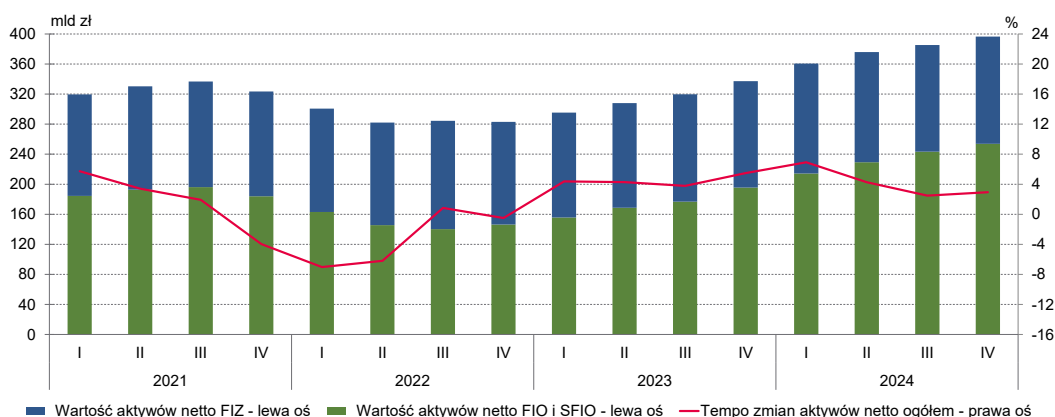
Źródło: opracowano na podstawie danych GUS.

4.4. Fundusze inwestycyjne

4.4.1. Wielkość sektora

W 2024 r. kolejny rok z rzędu obserwowano dynamiczny wzrost aktywów netto krajowych funduszy inwestycyjnych¹⁸⁹. W ciągu dwunastu miesięcy ich wartość zwiększyła się o ponad 17% (tj. o 59,4 mld zł) i na koniec grudnia wyniosła prawie 400 mld zł (wykres 4.4.1). W przypadku funduszy otwartych było to spowodowane zarówno napływem środków, jak i dodatnim wynikiem z operacji. Fundusze zamknięte po raz kolejny odnotowały odpływ środków inwestorów, a wzrost ich aktywów netto był wyłącznie rezultatem dodatnich wyników finansowych (wykres 4.4.2).

Wykres 4.4.1. Wartość oraz kwartalne tempo zmian aktywów netto funduszy inwestycyjnych w latach 2021–2024



Źródło: NBP.

Inwestorzy wpłacili do funduszy inwestycyjnych (w ujęciu netto) 41,3 mld zł, tj. prawie dwukrotnie więcej niż w 2023 r. (wykres 4.4.3). Napływ ten stanowił około 12% ich aktywów¹⁹⁰. Podczas gdy fundusze otwarte odnotowywały dodatnie saldo napływów w każdym z kwartałów (łącznie inwestorzy powierzyli im 45,5 mld zł), z funduszy zamkniętych odpływał kapitał, którego roczna skumulowana wartość wyniosła ponad 4 mld zł. Środki, które napłynęły do funduszy inwestycyjnych w 2024 r., pochodziły głównie od gospodarstw domowych (43,5 mld zł w ujęciu netto)¹⁹¹. Ich największym zainteresowaniem nadal cieszyły się fundusze papierów dłużnych, do których w analizowanym okresie trafiło 34,6 mld zł, tj. 84% wartości salda całego sektora. W rezultacie kontynuowanego napływu do tych podmiotów na koniec 2024 r. ponad połowa

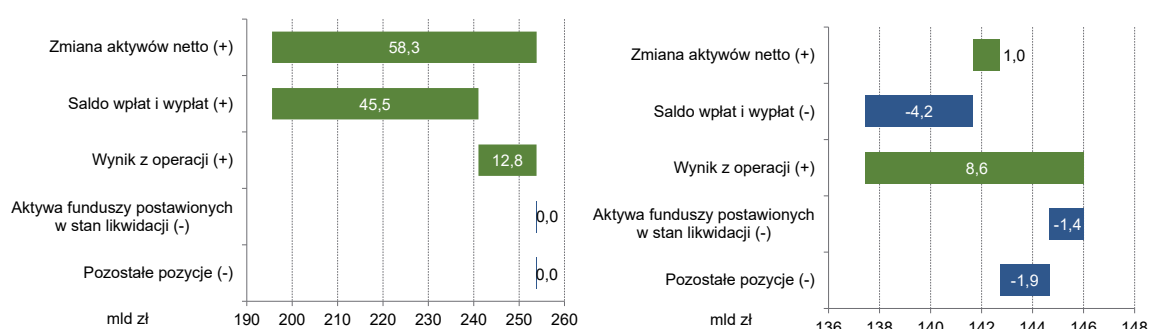
¹⁸⁹ O ile nie wskazano inaczej, analizę zawartą w niniejszym rozdziale przeprowadzono na danych finansowych sprawozdawanych przez fundusze inwestycyjne do NBP.

¹⁹⁰ W ujęciu netto oraz według wartości na koniec 2023 r.

¹⁹¹ Saldo napływu środków od gospodarstw domowych, bez instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

środków ulokowanych przez gospodarstwa domowe w funduszach inwestycyjnych była zarządzana przez takie fundusze. Po stronie nabywców tytułów uczestnictwa, jednak na znacznie mniejszą skalę, znalazły się także m.in. pomocnicze instytucje finansowe, przedsiębiorstwa oraz banki. Sprzedaż tych instrumentów przeważała z kolei nad ich zakupem głównie w zakładach ubezpieczeń (saldo transakcji o wartości około –2 mld zł), a także w instytucjach finansowych typu *captive* oraz udzielających pożyczek, funduszach inwestycyjnych i pozostałych instytucjach pośrednictwa finansowego.

Wykres 4.4.2. Dekompozycja zmian wartości aktywów netto funduszy otwartych (lewy panel) i zamkniętych (prawy panel) w 2024 r.

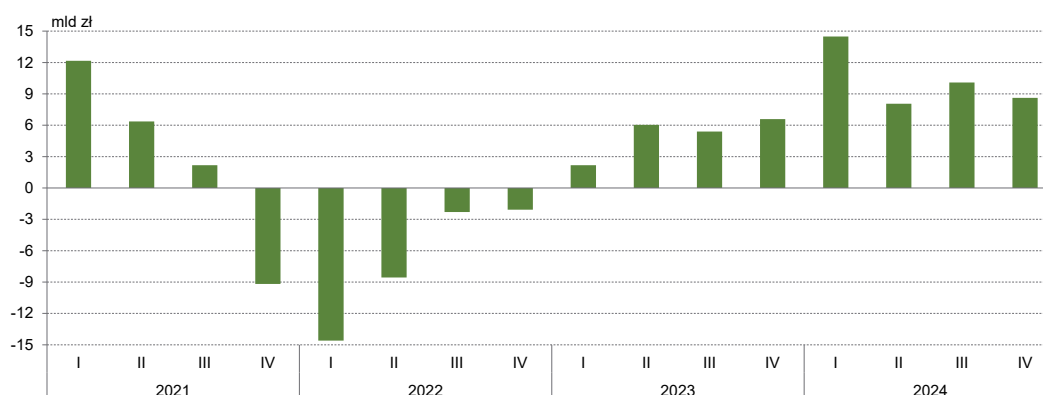


Źródło: NBP.

W strukturze posiadaczy tytułów uczestnictwa, z prawie 60-procentowym udziałem, dominowały gospodarstwa domowe (wykres 4.4.4). Ze względu na istotną wartość wpłat, których dokonały one w 2024 r., ich rola ponownie wzrosła. Gospodarstwa domowe przeważnie nabywały jednostki uczestnictwa funduszy otwartych – na koniec roku wartość środków ulokowanych przez nie w tej formie wyniosła prawie 215 mld zł (tj. o 57 mld zł więcej niż rok wcześniej), w tym około 28% stanowiły środki zgromadzone w ramach produktów emerytalnych III filara. Kwota zaangażowana w certyfikaty inwestycyjne była ponad dziesięciokrotnie mniejsza (19,5 mld zł) i o 4 mld zł niższa w porównaniu z poprzednim rokiem¹⁹². W wyniku kontynuowanego, istotnego napływu kapitału do funduszy inwestycyjnych, udział tytułów uczestnictwa w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych w 2024 r. wzrósł o prawie 1,5 pkt proc., do ponad 10%, a relacja środków zgromadzonych przez nie w funduszach inwestycyjnych do wartości ich depozytów bankowych zwiększyła się z 15% do 17,5%.

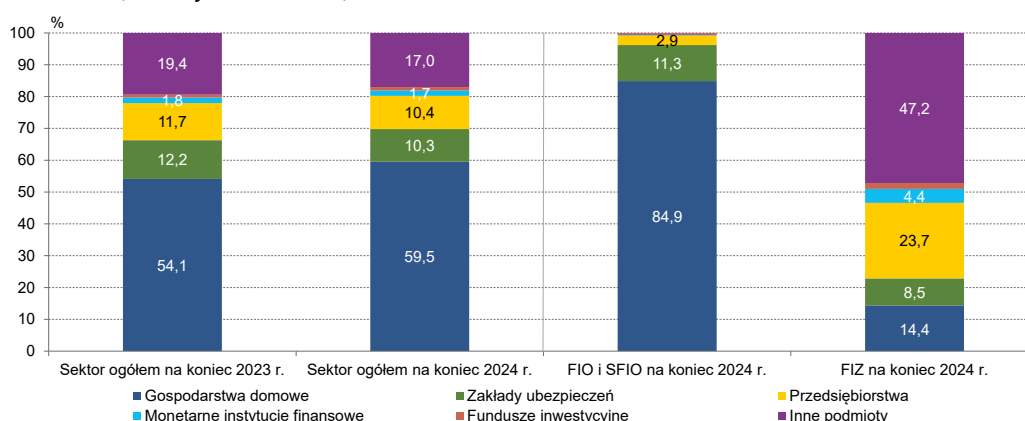
¹⁹² Wartości te nie obejmują instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych.

Wykres 4.4.3. Kwartalne saldo wpłat i wypłat środków do/z funduszy inwestycyjnych w latach 2021–2024



Źródło: NBP.

Wykres 4.4.4. Struktura posiadaczy tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych na koniec 2023 r. i 2024 r. (% aktywów netto)



Uwaga: kategoria „gospodarstwa domowe” jest prezentowana łącznie z instytucjami niekomercyjnymi działającymi na rzecz gospodarstw domowych. Kategoria „inne podmioty” obejmuje podmioty niezaklasyfikowane do sektorów instytucjonalnych, inne niż gospodarstwa domowe, zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne, instytucje rządowe i samorządowe, przedsiębiorstwa niefinansowe, monetarne instytucje finansowe i fundusze inwestycyjne.

Źródło: NBP.

Instytucje typu *captive* oraz udzielające pożyczek nadal stanowiły drugą największą grupę posiadaczy tytułów uczestnictwa. Zaliczały się do niej m.in. spółki holdingowe posiadające aktywa podmiotów zależnych, jednostki wykorzystywane do zarządzania majątkiem osób indywidualnych i rodzin, czy emisji dłużnych papierów wartościowych w imieniu spółek powiązanych¹⁹³. Podmioty te dysponowały wyłącznie certyfikatami inwestycyjnymi. W 2024 r. ich udział w strukturze inwestorów tytułów uczestnictwa po raz kolejny się zmniejszył. Nadal

¹⁹³ Zgodnie z Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE z 2013 r., L174, s. 1).

zmniejszało się znaczenie zakładów ubezpieczeń¹⁹⁴, w przypadku których wzrost wartości portfela posiadanych tytułów uczestnictwa wynikający z ich korzystnych wycen nie zrekompensował w całości kwoty środków wycofanych przez nie z funduszy inwestycyjnych. Mniejszy udział w grupie posiadaczy tytułów uczestnictwa miały także przedsiębiorstwa niefinansowe. W przypadku tych podmiotów zarówno saldo transakcji tymi instrumentami, jak i zmiana wartości ich portfela w 2024 r. były dodatnie, jednak ze względu na ich małą skalę nie skutkowało to wzrostem znaczenia przedsiębiorstw jako inwestorów w sektorze funduszy inwestycyjnych. Wśród tytułów uczestnictwa znajdujących się w ich portfelach nadal dominowały certyfikaty inwestycyjne.

Liczba funduszy inwestycyjnych

W 2024 r. po raz kolejny zmniejszyła się liczba funduszy inwestycyjnych w Polsce (tabela 4.4.1), głównie z powodu procesów likwidacji FIZ. Na koniec roku na takim etapie znajdowały się 172 podmioty (rok wcześniej – 155). Mimo to fundusze zamknięte nadal stanowiły największą część sektora pod względem liczby. Dominowały wśród nich podmioty niebędące funduszami publicznymi. Do publicznych FIZ zaliczało się na koniec 2024 r. 37 instytucji, przy czym dwie z nich znajdowały się w likwidacji. W grupie publicznych funduszy zamkniętych 11 podmiotów prowadziło działalność w formie funduszy portfelowych. Były one reprezentowane przez to samo TFI. Charakteryzował je pasywny sposób zarządzania, polegający na dążeniu do odwzorowania wyników indeksów referencyjnych, którymi były: WIG20TR, mWIG40TR, WIG20short, WIG20lev, sWIG80, S&P500, Nasdaq-100 NTR, GPWB-BWZ oraz TBSP.index. Wyemitowane przez nie certyfikaty były notowane na Głównym Rynku GPW. Wartość środków zgromadzonych w takich podmiotach pozostawała niewielka (0,7 mld zł na koniec 2024 r.).

Tabela 4.4.1. Liczba funduszy inwestycyjnych oraz subfunduszy w Polsce w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Fundusze inwestycyjne otwarte	45	42	42	46
Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	69	69	69	63
Fundusze zamknięte	592	561	539	496
Ogółem	706	672	650	605
Subfundusze	736	711	716	687

Uwagi: podane liczby obejmują również fundusze w likwidacji. Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: UKNF.

W 2024 r. KNF wydała zezwolenie na utworzenie jednego SFIO oraz dwóch publicznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Ponadto zarejestrowano sześć FIZ, których certyfikaty inwestycyjne ani nie będą oferowane w drodze oferty publicznej, ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Liczba funduszy

¹⁹⁴ Zaangażowane w ten sposób środki stanowiły w znacznym stopniu lokaty gospodarstw domowych, gdyż wchodziły w skład inwestycji UFK.

zagranicznych typu UCITS, które prowadziły lub zamierzały prowadzić w Polsce działalność, zwiększyła się natomiast z 50 do 60. Krajowy organ nadzoru otrzymał jedną notyfikację spółki zarządzającej (funduszami UCITS) o zamiarze prowadzenia na terytorium Polski działalności na zasadzie swobody świadczenia usług (tj. bez oddziału). O chęci wprowadzania do obrotu swoich tytułów uczestnictwa na terytorium Polski poinformowało 227 alternatywnych funduszy inwestycyjnych (tj. funduszy innych niż fundusze UCITS) oraz 61 wydzielonych w nich subfunduszy, a także 32 europejskie funduszy *venture capital* (EuVECA). Trzech zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi z siedzibą za granicą przekazało KNF notyfikacje o planowanym rozpoczęciu w Polsce działalności bez zakładania oddziału.

4.4.2. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych

W 2024 r. ponownie wzrosło znaczenie funduszy otwartych. Na koniec roku zgromadzone w nich środki stanowiły prawie 2/3 aktywów netto sektora (tabela 4.4.2). Było to spowodowane dalszym istotnym napływem kapitału do tych podmiotów od gospodarstw domowych oraz osiągniętymi wynikami finansowymi. Obok wpłat realizowanych przez inwestorów detalicznych na nabycie jednostek uczestnictwa w ramach indywidualnych rozwiązań inwestycyjnych istotny udział w saldzie napływu miały oszczędności gospodarstw domowych na cele emerytalne w ramach produktów III filara, w tym zwłaszcza kierowane do PPK¹⁹⁵. Udział wpłat (w ujęciu netto) zrealizowanych do wszystkich programów emerytalnych dostępnych w ramach III filara w saldzie napływu środków do funduszy otwartych wyniósł 22,5%, przy czym same wpłaty netto do PPK stanowiły prawie 14%. Na koniec roku wartość środków zgromadzonych w ramach produktów na cele emerytalne stanowiła niecałe 25% aktywów netto funduszy otwartych.

Tabela 4.4.2. Aktywa netto sektora funduszy inwestycyjnych według ich rodzajów w latach 2021–2024

	2021		2022		2023		2024	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Fundusze inwestycyjne otwarte	114,4	35,4	87,5	30,9	112,8	33,5	146,0	36,8
Specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte	69,7	21,5	58,8	20,8	82,7	24,5	107,8	27,2
Razem fundusze otwarte	184,0	56,9	146,3	51,7	195,6	58,0	253,9	64,0
Fundusze zamknięte	139,4	43,1	136,7	48,3	141,7	42,0	142,7	36,0
Ogółem	323,4	100,0	283,0	100,0	337,2	100,0	396,6	100,0

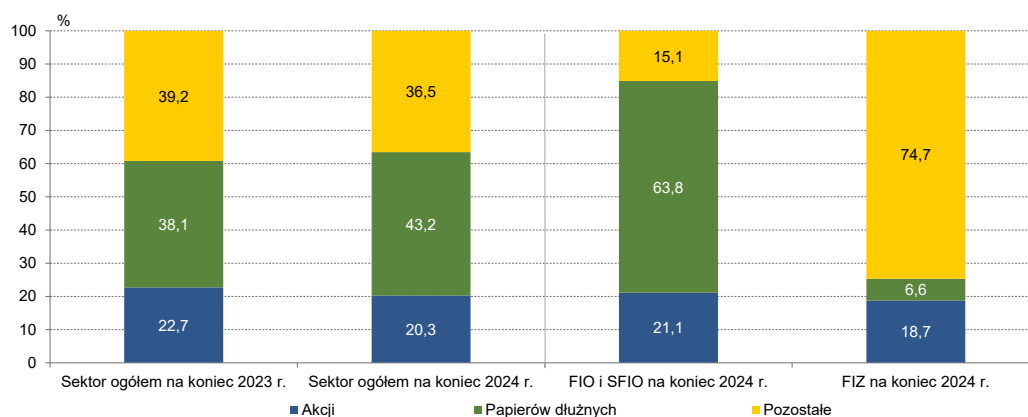
Źródło: NBP.

Wzrost aktywów netto nastąpił we wszystkich rodzajach i typach funduszy, przy czym dotyczył on zwłaszcza podmiotów o charakterze otwartym, których polityka inwestycyjna koncentrowała

¹⁹⁵ Najwięcej środków na cele emerytalne było zgromadzonych w ramach SFIO.

się na papierach dłużnych (tabela 4.4.3). W efekcie wzrosło znaczenie tego typu funduszy w strukturze aktywów netto krajowego sektora (wykres 4.4.5). Kolejnymi grupami pod względem zgromadzonych środków były podmioty klasyfikowane jako fundusze pozostałe oraz fundusze akcji, z udziałem w aktywach netto sektora powyżej 20%.

Wykres 4.4.5. Struktura sektora funduszy inwestycyjnych według ich typów na koniec 2023 i 2024 r. (% aktywów netto)



Źródło: NBP.

Tabela 4.4.3. Aktywa netto sektora funduszy inwestycyjnych według ich typów w latach 2021–2024

	2021		2022		2023		2024	
	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%	mld zł	%
Akcji	81,1	25,1	64,1	22,7	76,7	22,7	80,4	20,3
Papierów dłużnych	116,7	36,1	97,3	34,4	128,5	38,1	171,3	43,2
Mieszane	24,1	7,4	30,6	10,8	40,4	12,0	47,4	11,9
Pozostałe	101,6	31,4	91,0	32,2	91,7	27,2	97,5	24,6
Ogółem	323,4	100,0	283,0	100,0	337,2	100,0	396,6	100,0

Źródło: NBP.

W ramach funduszy zamkniętych dominującą część środków (tj. około 66% aktywów netto) zgromadziły fundusze pozostałe, do których zaliczały się głównie fundusze wierzytelności (13 mld zł), fundusze związane z rynkiem nieruchomości (9,6 mld zł) oraz udzielające pożyczek. Nadal znaczna część podmiotów zamkniętych (ponad 40%) funkcjonowała w formie funduszy aktywów niepublicznych (mimo spadku ich liczby¹⁹⁶), a ich aktywa stanowiły dominującą część sektora FIZ (prawie 78%)¹⁹⁷. Podmioty te były zazwyczaj tworzone dla wąskiego grona inwestorów, a w strukturze ich lokat – zgodnie z zasadami kształtowania polityki inwestycyjnej określonymi

¹⁹⁶ Liczba działających podmiotów zmniejszyła się w ciągu roku o około jedną piątą.

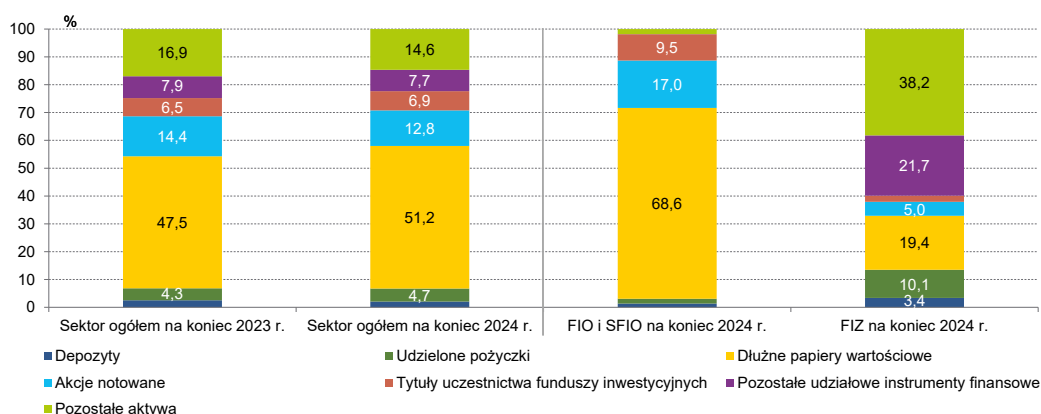
¹⁹⁷ Ponadto na koniec 2024 r. 8 funduszy aktywów niepublicznych funkcjonowało w formie specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, które stosowały zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Wartość ich aktywów netto wyniosła 0,5 mld zł.

w ustawie o funduszach inwestycyjnych¹⁹⁸ – powinny dominować aktywa inne niż będące przedmiotem obrotu na rynkach giełdowych.

4.4.3. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych

W 2024 r. w strukturze aktywów krajowych funduszy inwestycyjnych największy udział nadal miały dłużne papiery wartościowe (wykres 4.4.6). Znaczenie tych instrumentów ponownie wzrosło za sprawą tych samych czynników, które były obserwowane rok wcześniej, tj. w wyniku zainteresowania inwestorów lokowaniem środków w funduszach papierów dłużnych i korzystnych zmian wycen tych instrumentów na rynkach finansowych. Dominująca część ekspozycji funduszy na papiery dłużne (około 87%) znajdowała się w bilansach FIO i SFIO. Fundusze zamknięte wykorzystywały je w znacznie mniejszym stopniu.

Wykres 4.4.6. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych na koniec 2023 i 2024 r.



Uwagi: w kategorii skarbowe papiery wartościowe ujęto również gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, obligacje PFR emitowane w ramach Tarcz Finansowych i BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz dłużne papiery wartościowe instytucji międzynarodowych i banków centralnych. W kategorii depozyty ujęto wyłącznie depozyty złożone w bankach i SKOK-ach (bez depozytów zabezpieczających).

Źródło: NBP.

W podmiotach sektora odnotowano także wzrost wartości drugiej pod względem wielkości kategorii aktywów, tj. udziałowych instrumentów finansowych. Było to spowodowane zarówno zrealizowanymi przez fundusze zakupami, jak i korzystnymi zmianami cen akcji na rynkach finansowych. Największą część sektora funduszy zamkniętych stanowiły natomiast pozostałe aktywa, do których zaliczały się głównie należności z tytułu nieopłaconych certyfikatów inwestycyjnych.

¹⁹⁸ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 1034).

Część dłużną portfela inwestycyjnego funduszy tworzyły nadal głównie krajowe obligacje skarbowe, których wartość zwiększyła się w ciągu roku o ponad 34 mld zł (tj. o 45%) i na koniec grudnia wyniosła 109,4 mld zł¹⁹⁹. Istotny popyt na te instrumenty zgłaszały przede wszystkim fundusze otwarte, które w 2024 r. nabyły je w ujęciu netto na kwotę 33 mld zł²⁰⁰, tj. ponad dwuipółkrotnie wyższą niż rok wcześniej. Wzrostowi tej części portfela inwestycyjnego sprzyjały także zmiany rynkowych cen tych instrumentów, jednak skala tego wpływu była mniejsza niż w 2023 r. Zainteresowaniem funduszy cieszyły się zarówno obligacje zmiennokuponowe (saldo transakcji tymi instrumentami było najwyższe), jak i instrumenty o stałym oprocentowaniu, oraz indeksowane inflacją²⁰¹. Na koniec 2024 r. wielkość zaangażowania w oba rodzaje papierów w zagregowanym portfelu krajowych obligacji skarbowych funduszy otwartych była zbliżona, a *duration* stałokuponowej części portfela skarbowego nie zmieniło się istotnie w porównaniu z końcem 2023 r. i wyniosło 4,7. Wysokie saldo transakcji zakupu tych instrumentów znalazło odzwierciedlenie we wzroście udziału funduszy inwestycyjnych w rynku obligacji skarbowych (tabela 4.4.4).

W 2024 r. fundusze inwestycyjne odnotowały dodatnie saldo transakcji obligacjami gwarantowanymi przez Skarb Państwa²⁰², jednak podmioty te były ich nabywcami tylko w I półroczu. Na koniec roku wartość tej klasy aktywów w ich portfelu wyniosła 24,3 mld zł (20,8 mld zł rok wcześniej), a w relacji do krajowych obligacji skarbowych stanowiła prawie jedną czwartą²⁰³. Głównymi nabywcami tych instrumentów były nadal fundusze otwarte, a ich największym zainteresowaniem wciąż cieszyły się obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, w tym papiery emitowane w walutach obcych. Ujemne saldo sprzedaży dotyczyło natomiast obligacji PFR wyemitowanych w ramach Tarcz Finansowych.

W 2024 r. po raz kolejny fundusze inwestycyjne istotnie zwiększyły zaangażowanie w instrumenty dłużne emitowane przez banki²⁰⁴ (z 17,0 mld zł do 26,1 mld zł). Wzrost ten dotyczył wszystkich rodzajów funduszy, jednak na koniec roku największym portfelem tych papierów (24,5 mld zł) zarządzały nadal fundusze otwarte. Wartość tych obligacji w ich bilansach wzrosła w ciągu dwunastu miesięcy o prawie 60%, głównie w wyniku transakcji zakupu. Dużym zainteresowaniem nadal cieszyły się papiery emitowane na potrzeby spełnienia przez banki

¹⁹⁹ Bez obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa (BGK i PFR).

²⁰⁰ W funduszach zamkniętych saldo transakcji tymi instrumentami było ujemne i wyniosło –1,7 mld zł.

²⁰¹ W czerwcu 2024 r. do sprzedaży trafiła nowa seria obligacji indeksowanych inflacją (papiery dłużne o stałym oprocentowaniu, których wartość nominalna jest indeksowana określonym współczynnikiem indeksacji). W ciągu 6 miesięcy saldo transakcji tymi instrumentami wyniosło 5,3 mld zł. Instrumenty te trafiły głównie do portfeli funduszy otwartych.

²⁰² Obligacjami BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, obligacjami PFR emitowanymi w ramach Tarcz Finansowych i BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19.

²⁰³ Raport o stabilności systemu finansowego, NBP, Warszawa, czerwiec 2025.

²⁰⁴ Kategoria ta nie obejmuje obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, Krajowego Funduszu Drogowego ani Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych i Funduszu Pomocy.

wymogu MREL. Instrumenty te stanowiły około połowy wartości portfela obligacji wyemitowanych przez banki i będących w posiadaniu funduszy. Zmiany na znacznie mniejszą skalę miały miejsce w zakresie ekspozycji na papiery dłużne przedsiębiorstw. Wartość takich instrumentów w bilansach funduszy zmniejszyła się w analizowanym okresie o około 3,5 mld zł, przy czym spadek ten dotyczył papierów wyemitowanych przez podmioty zagraniczne i odnosił się do funduszy zamkniętych. Fundusze otwarte zanotowały natomiast niewielkie dodatnie saldo transakcji instrumentami dłużnymi przedsiębiorstw. W rezultacie wartość portfela tej klasy aktywów w FIO i SFIO nieznacznie przewyższyła na koniec roku tę w funduszach zamkniętych.

W ramach posiadanego przez fundusze portfela udziałowego największą część stanowiły akcje w obrocie na rynkach zorganizowanych, a wśród nich instrumenty krajowych podmiotów. W 2024 r. wzrosła wartość tej klasy aktywów w bilansach funduszy, co wynikało przede wszystkim z transakcji zakupu, a w mniejszym stopniu ze zmian cen tych instrumentów. Na koniec roku wartość akcji notowanych, którymi dysponowały fundusze, była o 3,5 mld zł większa niż na koniec 2023 r. i wyniosła 55,2 mld zł. Instrumenty te były wykorzystywane do budowy portfeli inwestycyjnych głównie przez fundusze otwarte (ich udział w kwocie zaangażowania całego sektora w te instrumenty wyniósł 86%), przy czym w ostatnich latach dodatnie saldo transakcji nimi odnotowywały przede wszystkim specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte.

Tabela 4.4.4. Zaangażowanie funduszy inwestycyjnych na krajowym rynku finansowym w latach 2021–2024 (w %)

	2021	2022	2023	2024
Udział w rynku obligacji skarbowych	7,3	7,6	8,4	10,5
Udział we <i>free float</i> rynków organizowanych przez GPW	9,2	9,6	9,8	10,3
Udział w kapitalizacji rynków organizowanych przez GPW	4,3	4,6	4,8	5,2
Udział w obrotach na Głównym Rynku GPW	3,4	3,0	3,7	3,5

Uwagi: rynek obligacji skarbowych obejmuje krajowe rynkowe obligacje skarbowe. Kapitalizacja oraz *free float* obejmują akcje i PDA spółek krajowych notowanych na Głównym Rynku GPW i na rynku NewConnect.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP, GPW i Ministerstwa Finansów.

Tytuły uczestnictwa były drugą kategorią lokat w ramach udziałowej części portfela funduszy, w odniesieniu do której nastąpił wzrost wartości (o prawie 27%, z 23,5 mld zł do 29,8 mld zł). Podobnie jak w przypadku akcji notowanych wzrost wynikał z dodatniego salda transakcji tymi instrumentami oraz korzystnych zmian ich cen. Największą ekspozycję na tę kategorię aktywów miały specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (na koniec roku ponad 60% kwoty zaangażowania całego sektora). Podmioty te nabywały przede wszystkim tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych (w tym ETF-y).

Portfel inwestycyjny funduszy zamkniętych w znacznej części składał się z udziałów w spółkach kapitałowych, głównie krajowych. W 2024 r. w wyniku spadku ich wycen, jak również ujemnego salda transakcji, wartość tych lokat zmniejszyła się o około 2 mld zł i na koniec roku wyniosła

niecałe 18 mld zł. Lokaty w takich instrumentach posiadały przede wszystkim fundusze aktywów niepublicznych prowadzące politykę funduszu akcji lub nieruchomości.

W analizowanym okresie fundusze inwestycyjne odnotowały relatywnie szybki przyrost należności z tytułu transakcji warunkowych²⁰⁵. Na koniec roku ich wartość wyniosła 8,4 mld zł i była o prawie 2 mld zł wyższa niż rok wcześniej. Wynikało to ze zwiększonej aktywności funduszy zamkniętych na tym rynku. W efekcie udział FIZ-ów w kwocie należności całego sektora z tytułu transakcji warunkowych wzrósł z 25% na koniec 2023 r. do 42% na koniec 2024 r. Podmioty te zwiększyły ponadto swoje zaangażowanie na rynku pożyczek – na koniec analizowanego okresu ich należności z tego tytułu wyniosły 11,9 mld zł i były o jedną trzecią większe niż rok wcześniej.

Wartość środków pieniężnych utrzymywanych przez fundusze inwestycyjne w bankach nieznacznie zmniejszyła się (o około 3%, z 9,2 mld zł do 8,9 mld zł), co w połączeniu z wysokim tempem wzrostu aktywów skutkowało dalszym spadkiem relacji depozytów do aktywów w sektorze (o 0,5 pkt proc., do 2%). Najniższym poziomem gotówki do aktywów dysponowały fundusze otwarte (FIO 1,1%, SFIO 1,7%), a wśród nich podmioty zarządzające funduszami papierów dłużnych.

W 2024 r. fundusze inwestycyjne zwiększyły swoją ekspozycję na instrumenty pochodne. Ich łączna wartość nominalna w portfelu wzrosła o ponad 40% (ze 120 mld zł do 169 mld zł) i na koniec roku wyniosła około 43% w relacji do aktywów netto (tj. o 6 pkt proc. więcej niż rok wcześniej). Duża aktywność funduszy na tym rynku dotyczyła wyłącznie podmiotów o charakterze otwartym, a więc tych, w których skala wykorzystania tych instrumentów była znacznie większa niż w funduszach zamkniętych. Relacja wartości aktywów netto podmiotów stosujących instrumenty pochodne do wartości aktywów netto całej populacji wyniosła na koniec roku, odpowiednio, 93% w FIO, prawie 88% w SFIO oraz 17,5% w funduszach zamkniętych. W przypadku funduszy otwartych największe znaczenie miały nadal swapy stopy procentowej oraz walutowe instrumenty pochodne, natomiast w funduszach zamkniętych – swapy walutowe oraz walutowe instrumenty pochodne.

W bilansach funduszy inwestycyjnych pod względem struktury walutowej nadal dominował złoty (67% aktywów ogółem sektora). W przypadku walut obcych najistotniejsze znaczenie miały aktywa nominowane w dolarach amerykańskich i w euro (stanowiły one, odpowiednio, około 19% i 13% sumy bilansowej sektora). Największym portfelem takich aktywów (głównie w dolarach amerykańskich) dysponowały fundusze zamknięte. Z kolei lokaty walutowe FIO i SFIO dotyczyły przede wszystkim instrumentów nominowanych w euro. W 2024 r. ta część ich aktywów charakteryzowała się wysokim, około 50-procentowym tempem wzrostu i dotyczyła głównie dłużnych papierów wartościowych. W wyniku transakcji zakupu do portfeli funduszy otwartych

²⁰⁵ Wartość zobowiązań funduszy wynikających z transakcji *repo* i *sell-buy-back* wyniosła 26,5 mld zł, tj. ponad dwukrotnie więcej niż na koniec grudnia 2023 r.

trafiły w szczególności instrumenty dłużne emitowane przez banki na potrzeby spełnienia wymogu MREL, a także papiery gwarantowane przez Skarb Państwa oraz obligacje zagranicznych instytucji rządowych szczebla centralnego (w tym obligacje UE, których celem było sfinansowanie wypłat dla państw członkowskich w ramach Funduszu Odbudowy²⁰⁶).

4.4.4. Wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych i poziom podejmowanego ryzyka

W analizowanym okresie, w ujęciu średnim, wszystkie typy otwartych funduszy inwestycyjnych wypracowały dla uczestników zyski. Mniej niż co dziesiąty podmiot zanotował stratę, a wyniki ponad 75% populacji²⁰⁷ przekroczyły wskaźnik inflacji. Stopy zwrotu większości podmiotów mieściły się jednak w przedziale od 0 do 10%. Na tym tle wyróżniały się fundusze akcji, które w największym stopniu zyskały na wartości w ciągu roku. Wśród nich nieco więcej niż co czwarty zdołał wypracować dwucyfrową stopę zwrotu. Najgorszymi wynikami, podobnie jak przed rokiem, cechowały się fundusze pozostałe. Ich jednostki uczestnictwa w ujęciu realnym straciły na wartości około 0,1% (tabela 4.4.5).

Tabela 4.4.5. Roczne stopy zwrotu funduszy otwartych w latach 2021–2024 (w %)

	2021	2022	2023	2024
Akcji	12,5	-14,3	22,4	8,4
Papierów dłużnych	-3,8	-3,7	12,0	5,1
Mieszane	4,8	-9,9	20,7	6,0
Pozostałe	1,9	-4,5	-0,4	3,5
Średnioroczna inflacja CPI	5,1	14,4	11,4	3,6

Uwagi: stopy zwrotu dotyczą inwestycji zakładających jednorazową wpłatę kapitału na początku okresu i nie uwzględniają opłat manipulacyjnych, które mogą być pobierane przy nabywaniu i umarzaniu tytułów uczestnictwa. W analizie uwzględniono wyłącznie te podmioty, które przekazały do NBP raporty sprawozdawcze za okres od grudnia roku poprzedzającego do grudnia roku następnego.

Źródło: NBP.

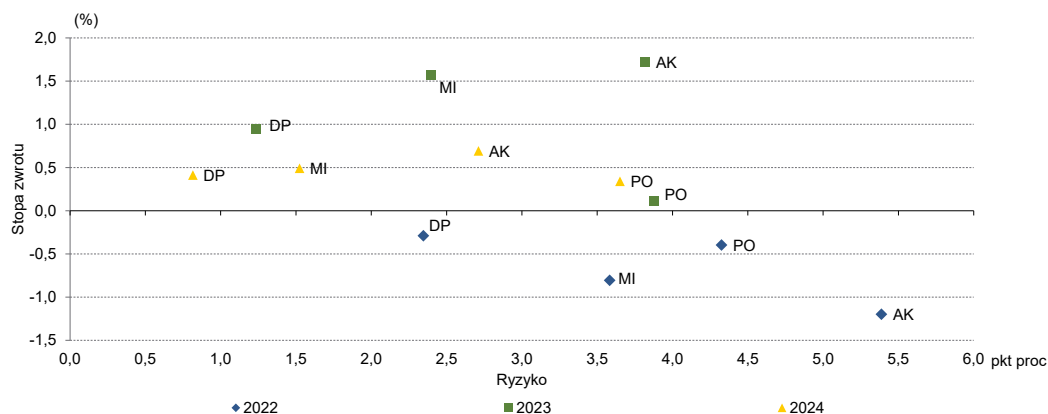
Rodzaj stosowanej przez poszczególne podmioty polityki inwestycyjnej wpływał na zróżnicowanie zarówno pod względem poziomu ryzyka, jak i potencjału do wypracowywania wysokich wyników inwestycyjnych. W 2024 r. zmniejszyła się zmienność stóp zwrotu wszystkich typów funduszy (wykres 4.4.7). Najniższym ryzykiem charakteryzowały się inwestycje w fundusze dłużne, a najbardziej ryzykowne ponownie okazały się fundusze pozostałe. Z kolei najwyższą efektywnością zarządzania portfelem inwestycyjnym, mierzoną indeksem Sharpe’a,

²⁰⁶ Więcej informacji na temat instrumentów dłużnych emitowanych przez Komisję Europejską można znaleźć na stronie <https://commission.europa.eu/>.

²⁰⁷ Na potrzeby analizy każdy subfundusz funduszu z wydzielonymi subfunduszami traktowany był jako oddzielny podmiot. Populacja obejmowała wszystkie fundusze otwarte oraz ich subfundusze (FIO i SFIO).

cechowały się fundusze akcyjne. Po raz kolejny korzystnie na tle rynku wypadły także fundusze mieszane, dla których wspomniany wskaźnik wyniósł 0,1 (wykres 4.4.8).

Wykres 4.4.7. Relacja stopy zwrotu do ryzyka dla funduszy otwartych w latach 2022–2024



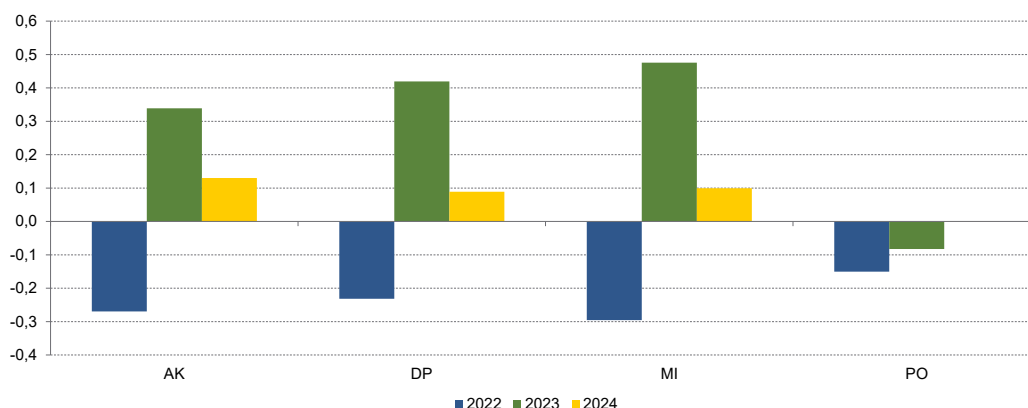
Uwagi: skróty oznaczają: AK – fundusze akcji, DP – fundusze papierów dłużnych, MI – fundusze mieszane, PO – fundusze pozostałe. Stopa zwrotu wyrażona w ujęciu miesięcznym, natomiast ryzyko mierzone jako odchylenie standardowe stóp zwrotu.

Źródło: NBP.

W gronie 5% podmiotów o najwyższych stopach zwrotu dominowały te, których polityka inwestycyjna opierała się na lokowaniu środków głównie w aktywa, których emitentami lub dysponentami były instytucje zagraniczne. Wśród najzyskowniejszych funduszy inwestycyjnych w 2024 r. aż 84% stanowiły fundusze akcyjne. Inwestowały głównie na rynku amerykańskim, choć ekspozycja na zagranicę była osiągana nie tylko przez bezpośrednie inwestycje w akcje, lecz także przez zaangażowanie w instrumenty pochodne czy zakupy tytułów uczestnictwa. W portfelach dominowały bowiem akcje przedsiębiorstw ze Stanów Zjednoczonych oraz tytuły uczestnictwa luksemburskich i irlandzkich instytucji wspólnego inwestowania. W efekcie największy udział w strukturze walutowej tych funduszy akcyjnych miały aktywa nominowane w dolarach amerykańskich – 62%, a w złotych jedynie 28%.

W 2024 r. fundusze inwestycyjne ponownie wypracowały wysoki dodatni wynik z operacji (21,4 mld zł). Podobnie jak w poprzednim roku zysk z działalności zanotowały wszystkie rodzaje funduszy. Najwyższy nominalnie wynik osiągnęły fundusze inwestycyjne zamknięte, prawie 8,6 mld zł. Zysk funduszy otwartych (FIO i SFIO) wyniósł 12,8 mld zł. Z kolei wskaźnik efektywności zarządzania wyrażony relacją wyniku z operacji do przeciętnej wartości aktywów netto w 2024 r. kształtował się w przedziale od 5,5% w przypadku SFIO do 5,9% dla FIZ. Z kolei dla całego sektora wspomniana miara wyniosła 5,7%.

Wykres 4.4.8. Indeks Sharpe’a dla funduszy otwartych w latach 2022–2024



Uwagi: oznaczenia skrótów zgodnie z legendą do wykresu 4.4.7. Za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnie oprocentowanie złotych depozytów terminowych w poszczególnych miesiącach.

Źródło: NBP.

Przychody ogółem funduszy inwestycyjnych w 2024 r. wyniosły 20,2 mld zł, o ponad 2 mld zł więcej niż w poprzednim roku. Ich struktura w FIZ różniła się od FIO i SFIO. W przypadku funduszy otwartych najważniejsze były odsetki, podczas gdy w FIZ najistotniejsze były przychody z wierzytelności. Odsetki od papierów wartościowych odpowiadały za ponad 70% przychodów ogółem funduszy inwestycyjnych otwartych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych i prawie 23% funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Istotne, choć zdecydowanie mniejsze znaczenie miały dywidendy, których wartość w skali całego sektora wyniosła 2,5 mld zł.

Łączne koszty funduszy były niższe o ponad 5,6 mld zł niż rok wcześniej i na koniec 2024 r. wyniosły 8,1 mld zł. Ich zmniejszenie wynikało przede wszystkim z niższego ujemnego salda różnic kursowych. Najistotniejszym źródłem kosztów pozostały opłaty za zarządzanie, przy czym ich struktura dla poszczególnych rodzajów funduszy była zróżnicowana. W 2024 r. TFI pobrały z tego tytułu 4,3 mld zł, o 0,9 mld zł więcej niż rok wcześniej. Podczas gdy w funduszach otwartych największe znaczenie miały opłaty stałe za zarządzanie, które stanowiły odpowiednio 89% i 92% wynagrodzenia dla TFI w FIO i SFIO, w FIZ wyższy udział miała część zmienna – 64%. Inaczej niż w poprzednim roku, fundusze inwestycyjne zamknięte zapłaciły towarzystwom najwięcej – 1,3% w relacji do przeciętnego stanu aktywów netto w 2024 r. Podczas gdy ich aktywa netto w ciągu ostatnich 12 miesięcy urosły średnio o 3,1%, TFI pobrały od nich opłaty o 31,4% większe niż w ubiegłym roku. Wynikało to ze wzrostu wynagrodzenia zmiennego. Z kolei wartość *success fee* pobranego przez spółki zarządzające od funduszy otwartych wyniosła prawie 250 mln zł. Była to kwota o około 15% niższa niż w 2023 r., jednak nadal wyróżniała się na tle opłat w ciągu ostatnich lat. Relacja wartości wynagrodzenia za zarządzanie funduszami otwartymi do przeciętnego stanu

ich aktywów netto nieznacznie się obniżyła, odpowiednio z 1,3% w 2023 r. do 1,2% w 2024 r. w FIO oraz z 0,9% do 0,8% w SFIO²⁰⁸.

Oprócz wzrostu przychodów i spadku kosztów funduszy inwestycyjnych znaczny wpływ na wynik z operacji miały zrealizowane zyski, których łączna wartość w 2024 r. wyniosła 9,3 mld zł. Najbardziej istotny był dodatni wynik uzyskany na transakcjach instrumentami udziałowymi, który wyniósł 4,4 mld zł, przy czym prawie połowa tej kwoty przypadała na fundusze inwestycyjne otwarte. Ponadto pozytywny efekt przyniosła także realizacja zysków z inwestycji w instrumenty pochodne i tytuły uczestnictwa, odpowiednio 2,3 mld zł oraz 1,3 mld zł. Z kolei łączna niezrealizowana strata sektora wyniosła 0,2 mld zł. Wynikało to przede wszystkim ze spadku wyceny instrumentów udziałowych i pochodnych, który nie został w pełni zrekompensowany niezrealizowanym zyskiem z inwestycji w tytuły uczestnictwa.

4.4.5. Krajowe fundusze inwestycyjne na tle europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych

Aktywa netto europejskich funduszy inwestycyjnych²⁰⁹ zwiększyły się w ciągu roku o 14%. Na koniec 2024 r. ich wartość była równa 18,3 bln euro. Z kolei relacja kapitału zgromadzonego w tych instytucjach do PKB państw członkowskich wyniosła 108% (wykres 4.4.9). Wzrost — zarówno w ujęciu nominalnym, jak i w odniesieniu do PKB — obserwowany był we wszystkich krajach UE poza Łotwą. Podobnie jak w poprzednim roku sektor funduszy inwestycyjnych najszybciej rozwijał się w Grecji, gdzie aktywa netto zwiększyły się o 35%. Dwucyfrowy wzrost obserwowano również w 18 spośród pozostałych 23 państw. W analizowanym okresie tempo przyrostu aktywów netto polskich podmiotów było wyższe od średniej dla UE.

Europejski sektor funduszy inwestycyjnych pozostawał silnie skoncentrowany. W jego strukturze nadal dominowały podmioty z Luksemburga, Irlandii i Niemiec. Podobnie jak rok wcześniej zgromadzone w podmiotach z tych państw środki stanowiły łącznie trzy czwarte aktywów netto całego sektora europejskiego. Istotny, choć znacznie niższy udział posiadały również fundusze z Francji i Niderlandów, odpowiednio 9% i 5%. Znaczenie polskich instytucji nadal było ograniczone – ich udział wyniósł 0,5%.

Krajowy sektor różnił się od europejskiego pod względem struktury posiadaczy tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych innych niż fundusze rynku pieniężnego²¹⁰. W strefie euro

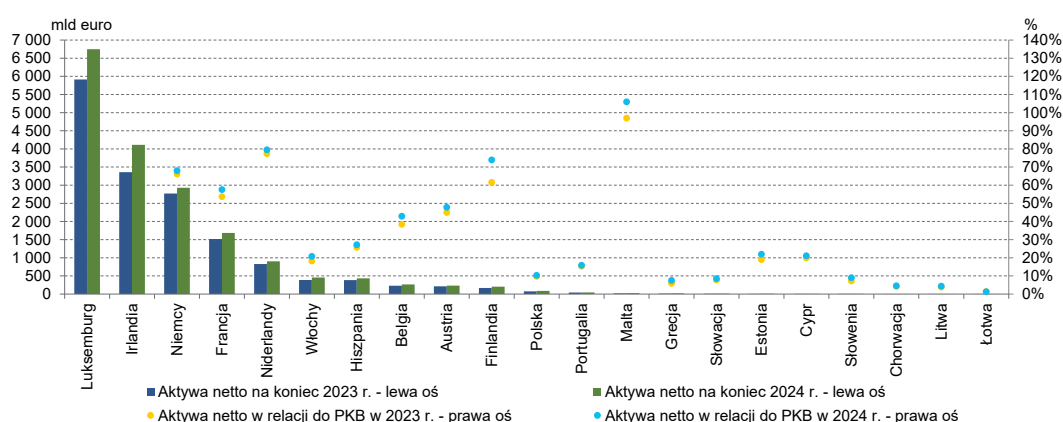
²⁰⁸ Dla porównania relacja przychodów towarzystw z tytułu zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych do średniej wartości portfeli, wyniosła 0,2%.

²⁰⁹ W niniejszym rozdziale, o ile nie wskazano inaczej, europejski sektor funduszy inwestycyjnych obejmuje państwa strefy euro oraz Polskę, Czechy, Rumunię i Węgry. Prezentowane w rozdziale dane nie uwzględniają funduszy rynku pieniężnego, które są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych.

²¹⁰ EBC, *Kwartalne rachunki sektora finansowego i niefinansowego*. Analiza obejmowała 27 państw Unii Europejskiej oraz agregat dla strefy euro. Pod uwagę wzięto dane o tytułach uczestnictwa funduszy inwestycyjnych innych niż funduszy rynku pieniężnego, które znajdowały się w posiadaniu rezydentów i nierezydentów.

głównymi ich nabywcami byli nierezydenci²¹¹ i instytucje finansowe, choć w znacznej mierze wynikało to ze specyfiki sektora luksemburskiego i irlandzkiego. W tych krajach udział nierezydentów był najwyższy i wyniósł prawie 80%. W Polsce ta grupa inwestorów odpowiadała za 15% aktywów netto funduszy, o 15 pkt proc. mniej niż w strefie euro. Jednocześnie w 11 spośród 27 analizowanych państw w strukturze inwestorów przeważały instytucje ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne (rezydenci). Tymczasem w Polsce, podobnie jak w 12 innych krajach, największe znaczenie miały gospodarstwa domowe i instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych.

Wykres 4.4.9. Aktywa netto europejskich funduszy inwestycyjnych oraz ich relacja do PKB na koniec 2023 r. i 2024 r.



Uwagi: dane nie uwzględniają funduszy rynku pieniężnego, które są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych. Relacja aktywów netto funduszy do PKB dla Luksemburga oraz Irlandii wyniosła odpowiednio: 7837% i 771% na koniec 2024 r. oraz 7302% i 659% na koniec 2023 r. Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzedniej edycji opracowania.

Źródło: NBP, EBC, Eurostat.

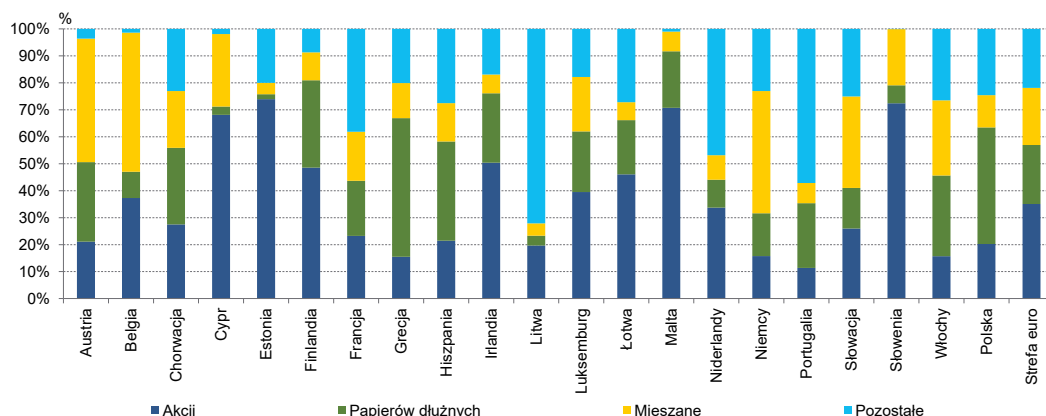
Dominującą rolę w sektorze europejskim, podobnie jak w Polsce, pełniły fundusze otwarte²¹². Na koniec 2024 r. zgromadzono w nich 16,4 bln euro, co odpowiadało około 90% wartości środków całego sektora. Około 60% tej kwoty (9,8 bln euro) stanowiły aktywa netto funduszy typu UCITS. Podmioty te odgrywały w Europie znacznie większą rolę niż w Polsce, gdzie przeważały fundusze alternatywne. Sektor europejski charakteryzował się także przewagą funduszy akcji, których udział w aktywach netto wyniósł 35%. Dominowały one w 8 z 20 państw strefy euro, w tym w krajach o największym znaczeniu, tj. Luksemburgu i Irlandii. Jednocześnie udział funduszy dłużnych, mieszanych i pozostałych kształtował się na zbliżonym poziomie, około 22%. W Polsce natomiast wyraźnie większą rolę pełniły fundusze dłużne — wyższy udział podmiotów

²¹¹ Kategoria „nierezydentów” nie uwzględnia rozbicia sektorowego.

²¹² Z uwagi na ograniczenia w dostępności danych analiza sektora w zakresie rodzajów i typów funduszy inwestycyjnych obejmowała wyłącznie kraje strefy euro. Łączna wartość aktywów netto funduszy inwestycyjnych z krajów strefy euro wyniosła na koniec 2024 r. 18,1 bln euro.

realizujących tego typu politykę inwestycyjną w sektorach poszczególnych państw strefy euro obserwowano jedynie w Grecji (wykres 4.4.10).

Wykres 4.4.10. Struktura europejskiego sektora funduszy inwestycyjnych na koniec 2024 r. (% aktywów netto)



Uwaga: dane nie uwzględniają funduszy rynku pieniężnego, które są zaliczane do sektora monetarnych instytucji finansowych. Z uwagi na ograniczenia w dostępności danych informacje prezentowane na wykresie nie obejmują Czech, Rumunii ani Węgier.

Źródło: NBP, EBC.

4.4.6. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych

Na koniec 2024 r. liczba funkcjonujących na rynku towarzystw funduszy inwestycyjnych zmniejszyła się o jedno, do 55. Wynikało to z otwarcia likwidacji Skanska TFI SA. Tym samym zezwolenie KNF na wykonywanie działalności, którym od 2016 r. dysponował ten podmiot, wygasło z mocy prawa.

Prawie połowa spośród działających na rynku instytucji zarządzała jedynie funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, a 15 z nich reprezentowało wszystkie rodzaje funduszy (FIO, SFIO i FIZ). Tylko jedno towarzystwo oferowało wyłącznie fundusze inwestycyjne otwarte. Struktura właścicielska krajowych towarzystw funduszy inwestycyjnych była zbliżona do obserwowanej w UE, gdzie zarządzający pozostawali najczęściej w bankowych lub ubezpieczeniowych grupach kapitałowych²¹³. Ponadto akcjonariuszami towarzystw funduszy inwestycyjnych często były osoby fizyczne. Akcje tylko jednego z TFI były notowane na Głównym Rynku GPW.

Na koniec 2024 r. wskaźniki koncentracji w sektorze towarzystw funduszy inwestycyjnych kształtowały się na wyższych poziomach od obserwowanych na koniec poprzedniego roku. Największe towarzystwa wykorzystały korzystną koniunkturę i umocniły swoją pozycję rynkową, na co pozytywny wpływ miała zarówno wycena lokat funduszy inwestycyjnych, jak i napływ środków netto. Te podmioty zarządzały funduszami, w których zgromadzono ponad połowę

²¹³ EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2024, European Systemic Risk Board.

środków całego sektora (tabela 4.4.6). W strukturze uczestników funduszy reprezentowanych przez największe TFI dominowały przede wszystkim gospodarstwa domowe. W przypadku dwóch organizacji grupą inwestorów, która posiadała istotny udział w aktywach netto, były również instytucje finansowe typu *captive* i udzielające pożyczek oraz zakłady ubezpieczeń.

Tabela 4.4.6. Liczba towarzystw i wskaźniki koncentracji w sektorze TFI w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	57	55	56	55
CR5 (w %)	51,2	56,0	54,2	55,1
CR10 (w %)	71,3	75,5	75,9	76,5
HHI	0,0746	0,0851	0,0758	0,0767

Źródło: NBP.

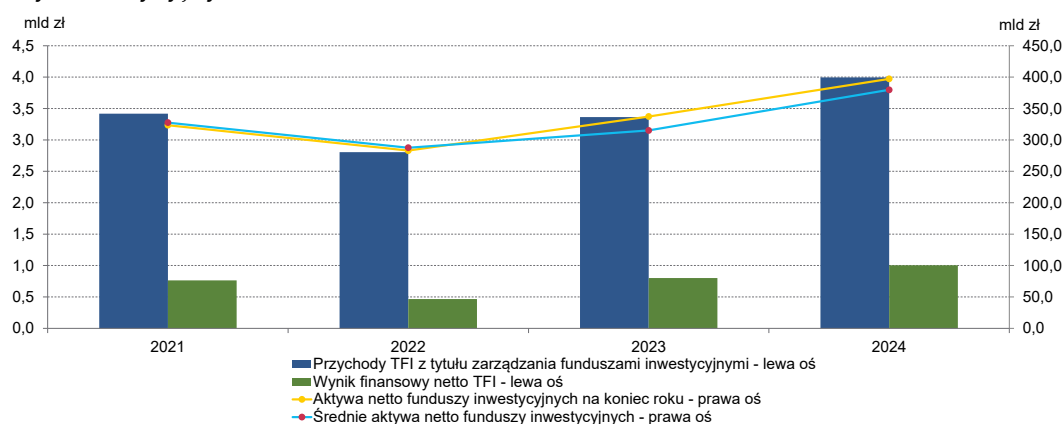
Na koniec 2024 r. 62% wszystkich towarzystw funduszy inwestycyjnych, które dysponowały zezwoleniem KNF na zarządzanie portfelami, w skład których wchodziły instrumenty finansowe, faktycznie wykonywało taką działalność. Łączna wartość tych portfeli wyniosła prawie 70 mld zł, o 2,9 mld zł więcej niż na koniec poprzedniego roku. Stanowiło to około 14% sumy wszystkich aktywów, którymi zarządzały TFI. Tylko w przypadku jednej instytucji wartość portfeli przewyższyła sumę aktywów funduszy przez nią reprezentowanych. Jednocześnie w ciągu roku jedno z towarzystw uzyskało zezwolenie na świadczenie usług doradztwa inwestycyjnego. Na koniec 2024 r. liczba instytucji dysponujących takim zezwoleniem zwiększyła się zatem do 13 (24% wszystkich aktywnych TFI).

Napływ środków do sektora funduszy inwestycyjnych oraz rosnące nieprzerwanie od II połowy 2022 r. aktywa funduszy inwestycyjnych kolejny rok z rzędu wpłynęły na poprawę wyników finansowych sektora towarzystw funduszy inwestycyjnych. Łączne zyski netto tych instytucji za 2024 r. zwiększyły się (rok do roku) o 25% i przekroczyły 1 mld zł. Oznaczało to także podwojenie wyników względem zanotowanych dwa lata wcześniej. Nie wszystkie towarzystwa wykorzystały jednak korzystną dla sektora koniunkturę w równym stopniu. Najwyższe wyniki zanotowały trzy TFI, które były powiązane kapitałowo z bankami. Suma ich zysku netto stanowiła ponad 50% wyniku całego sektora. Instytucje te miały również ponad 50-procentowy udział w łącznym napływie środków do funduszy inwestycyjnych, głównie z tytułu sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych, w tym także funduszy zdefiniowanej daty. W 2024 r. o pięć zmniejszyła się również liczba towarzystw, które zanotowały stratę (do dziesięciu). Były to na ogół mniejsze podmioty, nieposiadające powiązań kapitałowych z dużymi instytucjami finansowymi (takimi jak banki, zakłady ubezpieczeń), a ich łączny udział w aktywach netto sektora nie przekraczał 4%.

Całkowita wartość przychodów towarzystw funduszy inwestycyjnych po czterech kwartałach 2024 r. była wyższa niż w 2023 r. o ponad 18% i wyniosła 4,4 mld zł. Najważniejszym ich źródłem pozostawały opłaty za zarządzanie funduszami inwestycyjnymi, które zwiększyły się o 0,6 mld zł

i odpowiadały za ponad 91% przychodów ogółem (wykres 4.4.11). Zwiększyły się także pozostałe kategorie wpływów, przede wszystkim przychody z tytułu zarządzania portfelami, o 12,7 mln zł (o 11%) oraz przychody z pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy reprezentowanych przez towarzystwo, o prawie 3,9 mln zł (o 258%). Zmalały natomiast o 7,7 mln zł (tj. o 82%) wpływy towarzystw z tytułu pełnienia funkcji przedstawiciela funduszy zagranicznych, zaś wpływy z tytułu pośrednictwa w obrocie tytułami uczestnictwa funduszy inwestycyjnych utworzonych przez inne towarzystwa zmniejszyły się o 0,9 mln zł, do zera.

Wykres 4.4.11. Przychody z zarządzania funduszami, wyniki finansowe TFI i aktywa netto funduszy inwestycyjnych w latach 2021–2024

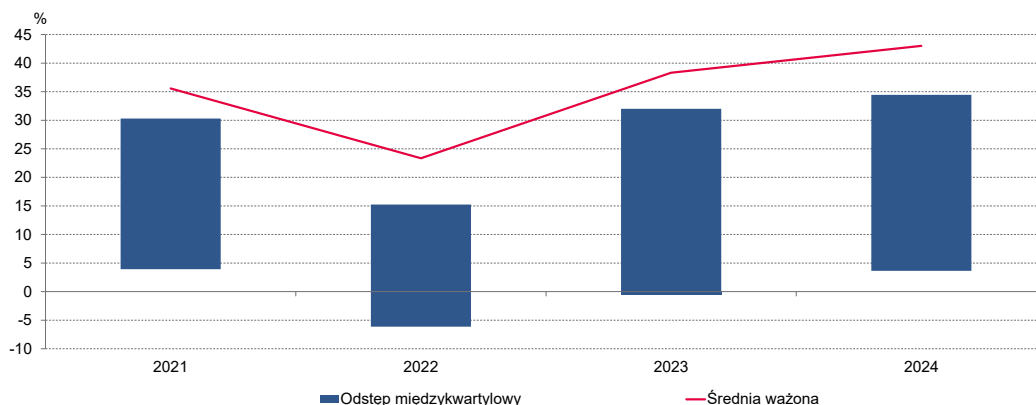


Źródło: UKNF, NBP.

W 2024 r. całkowite koszty sektora wzrosły, jednak w niższym tempie niż w przypadku przychodów. Łączne wydatki towarzystw funduszy inwestycyjnych były o prawie 17% wyższe niż w poprzednim roku i wyniosły 3,1 mld zł. Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu kosztów zmiennych o 410 mln zł, do 1,7 mld zł. Doprowadziło to do zmiany w strukturze kosztów ogółem – inaczej niż w poprzednich latach głównym ich źródłem były koszty zmienne (54%).

Wyższa dynamika przychodów niż kosztów, a w konsekwencji podwyższenie wyniku finansowego, przełożyło się na wzrost rentowności kapitału własnego sektora. W 2024 r. zagregowany wskaźnik ROE towarzystw funduszy inwestycyjnych wyniósł 43%, o prawie 5 pkt proc. więcej niż rok wcześniej (wykres 4.4.12). Wśród podmiotów o najwyższych wartościach wskaźnika najbardziej licznie reprezentowane były towarzystwa należące do grup kapitałowych, w skład których wchodziły inne krajowe instytucje finansowe (głównie banki). Konsolidacja usług w ramach jednej struktury kapitałowej przynosi korzyści zarówno w zakresie możliwości dystrybucji tytułów uczestnictwa, jak i efektywności kosztowej oraz operacyjnej.

Wykres 4.4.12. Rentowność kapitału własnego TFI w latach 2021–2024



Uwaga: wskaźnik ROE obliczony jako relacja wyniku finansowego do średniej wartości kapitału własnego na koniec poszczególnych kwartałów w danym roku. W obliczeniach uwzględniono jedynie te podmioty, które funkcjonowały przez cały rok.

Źródło: UKNF.

4.4.7. Podmioty obsługujące fundusze inwestycyjne

Ustawa²¹⁴ określa szczególną rolę depozytariusza, jako podmiotu, który ma służyć zapewnieniu bezpieczeństwa na rynku finansowym i chronić interesy uczestników funduszy inwestycyjnych. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych powinno w drodze pisemnej umowy ustanowić jednego depozytariusza dla każdej z zarządzanych instytucji. Stanowi to jeden z kilku warunków utworzenia funduszu inwestycyjnego. Ustawa wskazuje jednocześnie ograniczony katalog podmiotów, które mogą pełnić taką funkcję: bank krajowy, oddział instytucji kredytowej z siedzibą w Polsce, KDPW SA oraz — po spełnieniu określonych warunków i wyłącznie w przypadku funduszy inwestycyjnych zamkniętych — firma inwestycyjna²¹⁵. Na koniec 2024 r. usługi te były świadczone przez 9 banków i 4 domy maklerskie (o 1 dom maklerski więcej niż w poprzednim roku). Banki obsługiwały 58% wszystkich podmiotów oraz 78% rynku pod względem wartości ich aktywów netto. W większości przypadków instytucje te pełniły funkcję depozytariusza dla wszystkich rodzajów funduszy. Z kolei domy maklerskie obsługiwały 56% wszystkich funduszy zamkniętych, w których zgromadzono 60% aktywów netto tej części sektora. Utrzymywała się relatywnie wysoka koncentracja na rynku depozytariuszy w Polsce — udział trzech największych instytucji pod względem liczby obsługiwanych funduszy oraz aktywów netto wyniósł, odpowiednio, 60% i 70%.

Obowiązujące regulacje umożliwiają powierzenie wykonywania niektórych obowiązków towarzystwa funduszy inwestycyjnych innym podmiotom (tzw. outsourcing czynności

²¹⁴ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 1034).

²¹⁵ Art. 71 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 1034).

towarzystwa). Katalog tych czynności obejmuje m.in. prowadzenie ksiąg rachunkowych, zarządzanie ryzykiem funduszu czy sprawozdawczość. Zawarcie umowy z podmiotem zewnętrznym, której przedmiotem byłoby wykonywanie czynności związanych z działalnością towarzystwa, nie powinno jednak prowadzić do zaprzestania faktycznego wykonywania działalności przez TFI, utrudniać sprawowania przez KNF efektywnego nadzoru nad spółką czy naruszać interesu uczestników funduszu inwestycyjnego. Ponadto towarzystwo korzystające z takiego outsourcingu jest zobowiązane do bieżącego monitorowania zadań wykonywanych przez drugą stronę umowy. Spółki zarządzające mogą również przekazywać zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią innym jednostkom uprawnionym do takiej działalności, m.in. podmiotom prowadzącym działalność maklerską czy instytucjom wyspecjalizowanym w zarządzaniu wierzytelnościami lub gospodarką nieruchomościami. Na koniec 2024 r. z outsourcingu czynności zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszu korzystało 17 TFI. Umowy te realizowane były przez 32 podmioty zewnętrzne i dotyczyły 63 funduszy oraz subfunduszy, przede wszystkim funduszy wierzytelności oraz funduszy inwestycyjnych zamkniętych aktywów niepublicznych. Łączna wartość portfeli przekazanych w zarządzanie przekroczyła 30 mld zł.

Jednostki uczestnictwa FIO i SFIO mogą być zbywane i odkupywane bezpośrednio lub pośrednio przez towarzystwo, które zarządza danym funduszem, bądź też przez inny podmiot. Dystrybucja jednostek uczestnictwa może zostać również powierzona innemu TFI, które nie jest organem dystrybuowanego funduszu inwestycyjnego, jak również firmie inwestycyjnej, bankowi krajowemu, krajowemu oddziałowi instytucji kredytowej lub innemu podmiotowi z siedzibą lub miejscem zamieszkania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dysponującemu zezwoleniem KNF na działalność w zakresie pośrednictwa²¹⁶. Na koniec 2024 r. w rejestrze podmiotów posiadających zezwolenie na pośredniczenie w zbywaniu i odkupywaniu tytułów uczestnictwa znajdowało się 57 podmiotów. Prawie 30% z nich świadczyło jednocześnie usługę nieodpłatnego doradztwa inwestycyjnego w zakresie dystrybuowanych tytułów uczestnictwa.

²¹⁶ Art. 32 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 1034).

4.5. Alternatywne spółki inwestycyjne

Alternatywna spółka inwestycyjna (ASI) to podmiot, którego wyłącznym przedmiotem działalności jest zbieranie aktywów od wielu inwestorów profesjonalnych²¹⁷ w celu ich lokowania w interesie tych inwestorów zgodnie z określoną polityką inwestycyjną. ASI może prowadzić działalność w formie spółki kapitałowej, spółki komandytowej albo spółki komandytowo-akcyjnej, w których jedynym komplementariuszem jest spółka kapitałowa. Zarządzaniem alternatywnymi spółkami inwestycyjnymi (tj. co najmniej ich portfelami inwestycyjnymi oraz ryzykiem) zajmują się tzw. zarządzający ASI, którymi mogą być wyłącznie spółki kapitałowe²¹⁸. Zasady prowadzenia działalności przez ASI oraz zarządzających ASI są określone ustawą o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi²¹⁹.

Na koniec 2024 r. populacja alternatywnych spółek inwestycyjnych liczyła 457 przedsiębiorstw (wykres 4.5.1). Zarządzało nimi 359 podmiotów (tj. o 5 mniej niż rok wcześniej), z czego dwa prowadziły działalność na podstawie zezwolenia KNF, a 357 na podstawie wpisu do rejestru zarządzających ASI. W analizowanym okresie do tego rejestru wpisano 21 nowych podmiotów zarządzających, a 25 wykreślono²²⁰. Wśród nowo zarejestrowanych zarządzających jeden został utworzony jako europejski fundusz na rzecz przedsiębiorczości społecznej (EUSEF – *European Social Entrepreneurship Fund*)²²¹, tj. podmiot zamierzający inwestować co najmniej 70% zgromadzonych środków w przedsiębiorstwa, których podstawowym celem jest osiąganie pozytywnych skutków społecznych, przy jednoczesnym dążeniu do generowania zysków finansowych dla inwestorów. Sposób działania funduszy EuSEF jest regulowany przez unijne rozporządzenie w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej²²².

²¹⁷ We wrześniu 2023 r. zawężono grono inwestorów ASI do inwestorów profesjonalnych, wraz z wejściem w życie zmian w ustawie z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 681), wprowadzonych ustawą z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2023 r., poz. 1723).

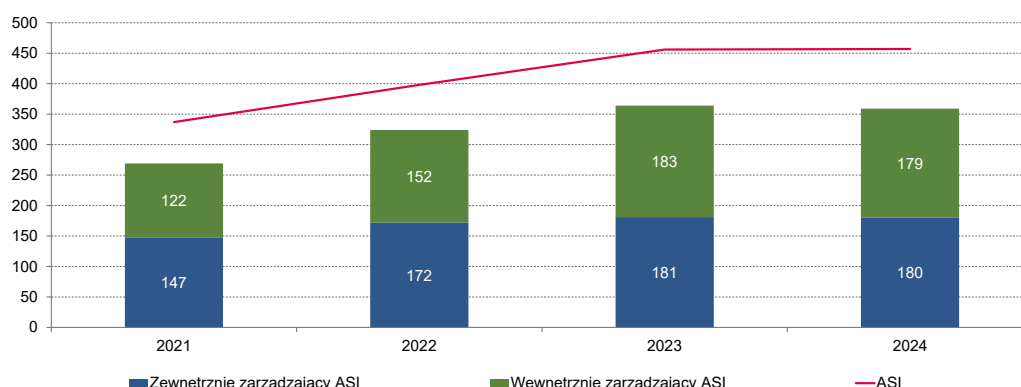
²¹⁸ Jeśli ASI jest spółką z ograniczoną odpowiedzialnością, spółką akcyjną albo spółką europejską, wówczas zarządzającym ASI jest sama alternatywna spółka inwestycyjna (tzw. wewnętrznie zarządzający ASI). Jeśli natomiast ASI ma formę prawną spółki komandytowej lub komandytowo-akcyjnej, w której jedynym komplementariuszem jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, spółka akcyjna albo spółka europejska, wówczas zarządzającym ASI jest osobny podmiot prowadzący działalność w formie spółki kapitałowej, która jest komplementariuszem ASI (tzw. zewnętrznie zarządzający ASI).

²¹⁹ Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (tekst jednolity Dz.U. z 2023 r., poz. 681).

²²⁰ *Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2024 r.*, UKNF, Warszawa 2025, s. 64.

²²¹ Podmiot ten został wpisany do Rejestru podmiotów zarządzających EuVECA i EuSEF.

²²² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 346/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (Dz.Urz. UE L115/18 z 2013 r.).

Wykres 4.5.1. Liczba ASI oraz zarządzających ASI w latach 2021–2024

Źródło: UKNF.

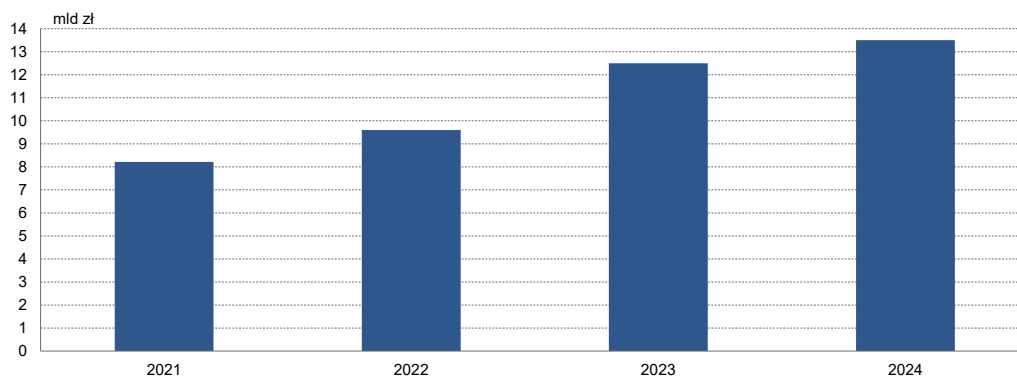
Wartość aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych w analizowanym okresie wzrosła o około 8% i na koniec 2024 r. wyniosła 13,5 mld zł (wykres 4.5.2). Na przeważającą część tej kwoty składały się sumy bilansowe spółek zarządzanych przez podmioty działające na podstawie wpisu do rejestru KNF.

Zarządzający ASI (oraz ASI) stanowią fragment sektora *private equity*. W 2024 r. wartość inwestycji *private equity* w Polsce była ponad dwukrotnie wyższa niż rok wcześniej i wyniosła 5,3 mld zł (tabela 4.5.1), tj. około 0,2% w relacji do PKB (wykres 4.5.3). Około 80% tej kwoty stanowiły transakcje przejęć²²³, a finansowaniem objęto 81 krajowych przedsiębiorstw. Wśród rozpoczętych inwestycji dominowały (pod względem wartości) projekty z branży informatycznej. Wartość pozyskanych środków była natomiast zbliżona do obserwowanej w 2023 r. i wyniosła 2,4 mld zł. Główne źródła ich dopływu stanowiły: sektor rządowy, inwestorzy prywatni oraz różne kategorie podmiotów zarządzających aktywami.

W analizowanym okresie wzrosła także wartość inwestycji zakończonych przez podmioty sektora *private equity* w Polsce (z 3,9 mld zł do 4,5 mld zł), jednak było to głównie pochodną kilku dużych transakcji. Wyjścia z inwestycji dotyczyły 43 krajowych spółek i często polegały na odkupieniu instrumentów udziałowych przez inwestorów branżowych. W kilkunastu przedsiębiorstwach zaangażowanie podmiotu *private equity* miało formę pożyczki lub finansowania *mezzanine*, a więc zakończenie inwestycji nastąpiło przez spłatę zobowiązań. Ponadto akcje czterech spółek zostały wprowadzone na giełdę.

²²³ Transakcje te przeważnie polegają na nabyciu przez fundusz kontrolnego pakietu akcji w spółce i w przeciwieństwie do inwestycji *venture capital* dotyczą przedsiębiorstw na dalszych etapach rozwoju.

Wykres 4.5.2. Wartość aktywów alternatywnych spółek inwestycyjnych w latach 2021–2024 (w mld zł)



Źródło: UKNF.

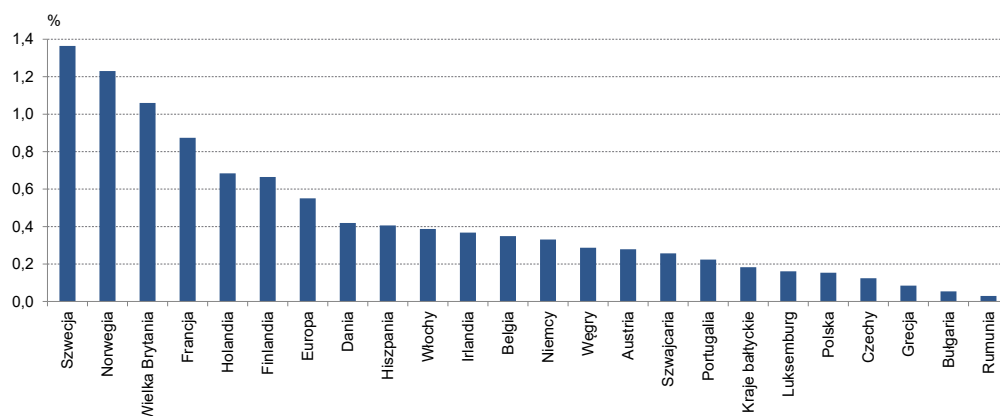
Tabela 4.5.1. Aktywność podmiotów sektora *private equity* w Polsce w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Wartość inwestycji (mld zł)	5,5	2,2	2,2	5,3
Wartość pozyskanych środków (mld zł)	0,7	3,3	2,1	2,4
Liczba krajowych przedsiębiorstw, które otrzymały finansowanie	103	103	102	81
Wartość wyjść z inwestycji (mld zł)	1,6	1,1	3,9	4,5
Liczba krajowych przedsiębiorstw, w których zakończono inwestycje	46	31	24	43
Relacja wartości inwestycji do PKB (w %)	0,2	0,1	0,1	0,2

Uwaga: do wyliczeń zastosowano publikowane przez NBP średnioroczne kursy EUR/PLN. Wartość wyjść z inwestycji jest obliczona według ich wartości początkowej. Ze względu na dokonane korekty dane różnią się od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: Invest Europe, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych.

Wykres 4.5.3. Inwestycje *private equity* w Polsce oraz w wybranych krajach europejskich w relacji do PKB w 2024 r.



Źródło: *Investing in Europe: Private Equity Activity 2024*, Invest Europe, Bruksela czerwiec 2025.

Polski sektor *private equity* pozostawał istotny na tle państw Europy Środkowo-Wschodniej. W 2024 r. jego udział w wartości rozpoczętych w tym regionie inwestycji wyniósł około 44%, podobnie jak w przypadku wartości zgromadzonych środków (40%). Pod względem kwoty zrealizowanych wyjść było to ponad 75%²²⁴.

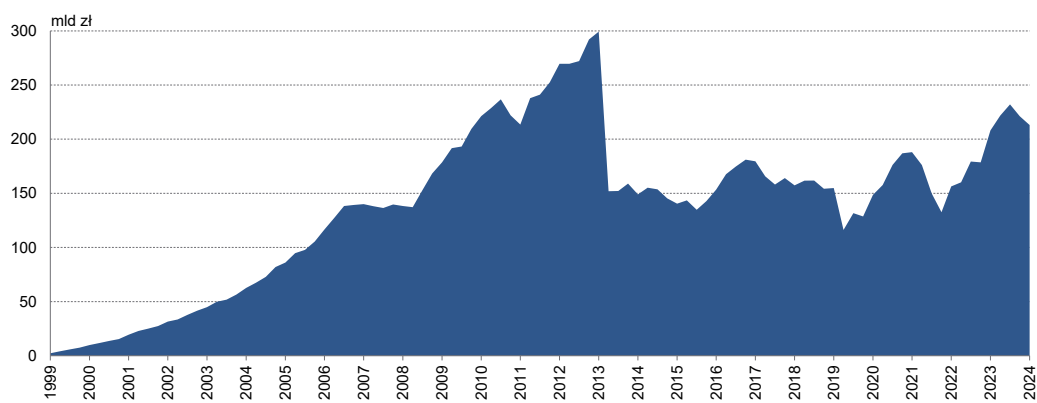
²²⁴ 2024 *Central and Eastern Europe Private Equity Statistics*, Invest Europe, Bruksela czerwiec 2025.

4.6. Otwarte fundusze emerytalne

4.6.1. Wielkość sektora

W 2024 r. aktywa netto otwartych funduszy emerytalnych (OFE) zwiększyły się o niecałe 5 mld zł (2,4%) i na koniec grudnia wyniosły 213 mld zł. Ich wzrost obserwowany był w I połowie roku, na koniec której osiągnęły one najwyższą wartość od 2014 r., kiedy to 51,5% środków OFE zostało przekazanych do ZUS. W II połowie roku zaobserwowano natomiast spadek aktywów.

Wykres 4.6.1 Wartość aktywów netto OFE w latach 1999–2024



Źródło: UKNF.

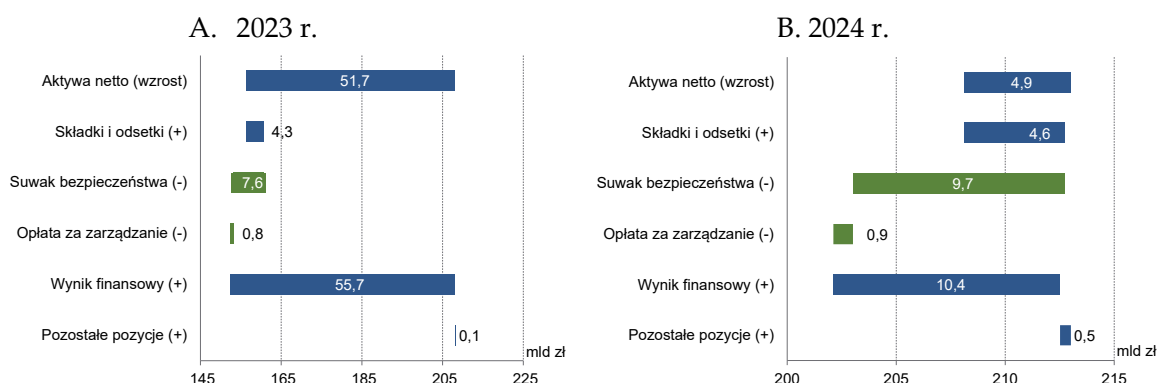
Na zmianę wartości aktywów funduszy wpływały głównie dwa czynniki: wynik finansowy oraz suwak bezpieczeństwa. W 2024 r. OFE wypracowały zysk w wysokości 10,4 mld zł (wykres 4.6.2). Wynik finansowy – uzależniony w dużej mierze od sytuacji na krajowym rynku akcji – był przy tym dodatni w pierwszym, a ujemny w drugim półroczu analizowanego okresu. Odpływy z tytułu suwaka bezpieczeństwa wyniosły natomiast 9,7 mld zł. W związku ze wzrostem wyceny środków zgromadzonych w OFE było to o 2,1 mld zł więcej niż w 2023 r. i o 2 mld zł więcej niż założono w planie finansowym Funduszu Ubezpieczeń Społecznych na 2024 r.²²⁵ Z tych samych względów zwiększyła się wartość opłaty za zarządzanie na rzecz PTE. Wyniosła ona 878 mln zł. Wzrost wynagrodzeń przyczynił się natomiast do zwiększenia składek przekazanych do funduszy w 2024 r., które wyniosły 4,6 mld zł.

W związku z przechodzeniem na emeryturę kolejnych kohort wiekowych oraz niewielkim zainteresowaniem uczestnictwem w OFE liczba członków funduszy kolejny rok z rzędu zmniejszyła się. Na koniec grudnia 2024 r. wyniosła ona 14,3 mln osób, o 293 tys. osób (tj. o 2%) mniej niż rok wcześniej. Spadek ten był jednak niższy niż w 2023 r. Od kwietnia do końca lipca 2024 r. ubezpieczeni mogli zdecydować o sposobie gromadzenia środków na przyszłą emeryturę

²²⁵ Informacja o wykonaniu planu finansowego Funduszu Ubezpieczeń Społecznych.

i pozostawieniu całości składki w ZUS bądź przekazywaniu jej części do OFE w ramach tzw. okienka transferowego. Deklaracje w tej sprawie złożyło 15,7 tys. osób, istotnie mniej niż w poprzednich dwóch okienkach transferowych (w 2014 i 2016 r.). Wśród nich 10,6 tys. osób podjęło decyzję o oszczędzaniu części środków na cele emerytalne w OFE. Liczba aktywnie oszczędzających, a także ich udział w ogólnej liczbie uczestników funduszy pozostał na zbliżonym poziomie jak w 2023 r. Wyniosły one, odpowiednio, 2,5 mln osób i 17,2%.

Wykres 4.6.2 Dekompozycja zmian aktywów netto OFE w latach 2023–2024



Źródło: UKNF.

Na koniec 2024 r. – tak jak rok wcześniej – funkcjonowało osiem OFE i tyle samo PTE. Wskaźniki koncentracji funduszy były podobne do obserwowanych na koniec poprzedniego roku i świadczyły o niewielkiej konkurencyjności sektora (tabela 4.6.1). Na koniec 2024 r. w trzech największych OFE zgromadzonych było niemal 2/3 środków. Kolejność funduszy pod względem wartości aktywów nie pokrywała się z kolejnością według liczby oszczędzających. Przeciętna wartość kapitału przypadającego na uczestnika OFE wyniosła blisko 15 tys. zł. W najlepszym pod tym względem funduszu była ona ponad trzykrotnie wyższa niż w najsłabszym.

Tabela 4.6.1 Wskaźniki koncentracji OFE w latach 2020–2023

Wskaźnik	2021	2022	2023	2024
CR3 (w %)	61,60	61,38	65,91	65,80
CR5 (w %)	77,86	77,52	87,38	87,43
HHI	0,1586	0,1584	0,1865	0,1867

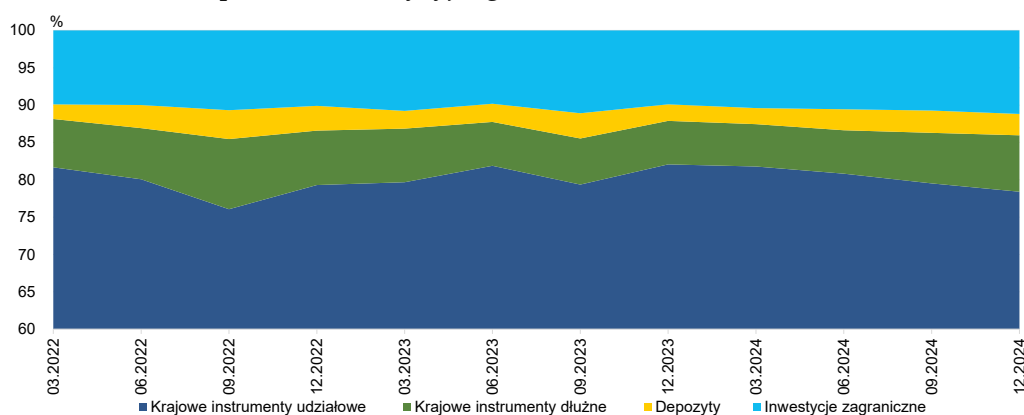
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Nie zmieniała się również struktura akcjonariatu PTE. Przeważały w niej podmioty krajowe – ich udział mierzony wartością aktywów netto OFE na koniec 2024 r. wyniósł 56,1%. Wśród akcjonariuszy PTE wyraźna była obecność zakładów ubezpieczeń. Instytucje te były bezpośrednimi właścicielami pięciu towarzystw (ich udział mierzony wartością aktywów netto OFE wyniósł 59,5%). Pozostałe PTE należały zaś do grup kapitałowych, w których obecny był także zakład ubezpieczeń. Bezpośrednim właścicielem jednego towarzystwa był bank krajowy.

4.6.2. Struktura portfela inwestycyjnego otwartych funduszy emerytalnych

Podobnie jak w poprzednich latach w strukturze portfela inwestycyjnego OFE dominowały krajowe instrumenty udziałowe (wykres 4.6.3). Zarówno ich wartość, jak i udział w lokatach funduszy zmniejszyły się jednak w porównaniu ze stanem na koniec 2023 r. Na koniec 2024 r. wyniosły one, odpowiednio, 165,8 mld zł i 78,4%. Na zmiany te wpłynęły spadki cen akcji na GPW w II połowie roku. Saldo transakcji OFE akcjami notowanymi na GPW było ujemne (–3,2 mld zł), do czego przyczyniła się konieczność pozyskania płynnych środków na realizację transferów do ZUS z tytułu suwaka. Skalę sprzedaży akcji ze strony OFE obniżały z kolei przychody z tytułu dywidend, które w 2024 r. wyniosły 9,9 mld zł (ponad półtorakrotnie więcej niż rok wcześniej). Jednocześnie pozostałe kategorie lokat oraz ich udział w strukturze portfela inwestycyjnego wzrosły. Wartość krajowych instrumentów dłużnych na koniec 2024 r. wyniosła prawie 16 mld zł, inwestycji zagranicznych – 23,6 mld zł, a depozytów – 6,1 mld zł.

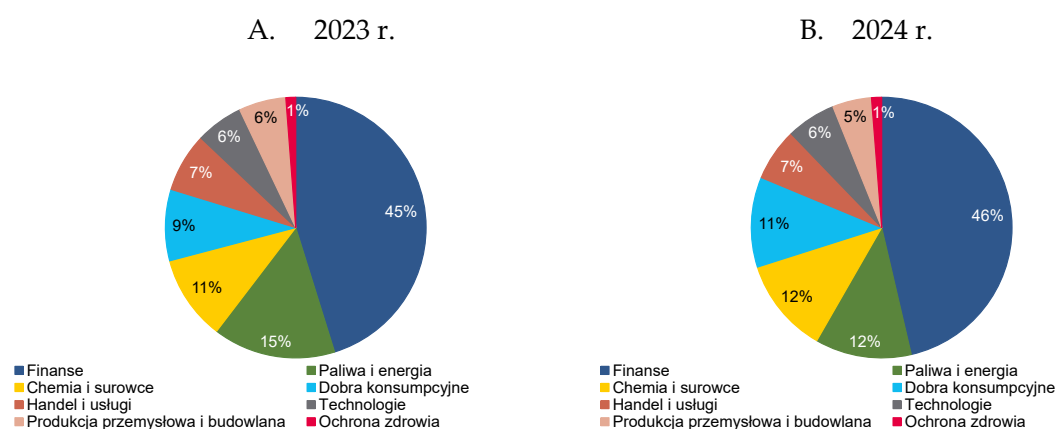
Wykres 4.6.3 Struktura portfela inwestycyjnego OFE w latach 2022–2024



Źródło: UKNF.

Głównym składnikiem krajowego portfela akcyjnego OFE były instrumenty emitowane przez podmioty sektora finansowego, w szczególności banki (wykres 4.6.4). W 2024 r. ich wartość zwiększyła się tylko nieznacznie i na koniec 2024 r. wyniosła 76,9 mld zł. Istotnie spadła natomiast wartość portfela akcji spółek z sektora paliwowego. Zmniejszyła się ona o 23% i na koniec grudnia wyniosła 19,8 mld zł. Przyczynił się do tego spadek notowań PKN Orlen (o 22,7%), który był drugą najważniejszą pozycją w portfelu akcyjnym funduszy. OFE posiadały wysoki, ponad 50-procentowy udział w akcjonariacie pięciu spółek (Develia, Ferro, Grupa Kęty, AB, Sanok Rubber). Nie zmieniła się istotnie rola funduszy w kapitalizacji GPW, a także *free float* i obrotach na Głównym Rynku GPW (tabela 4.6.2).

Wykres 4.6.4 Portfel akcji krajowych OFE w podziale na sektory działalności na koniec 2023 i 2024 r.



Uwaga: podział sektorowy zgodny z obowiązującym na GPW.

Źródło: UKNF.

Tabela 4.6.2 Zaangażowanie otwartych funduszy emerytalnych na rynkach organizowanych przez GPW w latach 2021–2024 (w %)

	2021	2022	2023	2024
Udział w kapitalizacji	20,0	19,7	20,6	20,8
Udział we <i>free float</i>	41,8	40,7	41,8	40,7
Udział w obrotach na Głównym Rynku GPW	1,0	0,9	1,2	1,3

Uwaga: kapitalizacja i *free float* obejmują akcje i PDA spółek krajowych notowanych na Głównym Rynku GPW i na rynku New Connect. Ze względu na dokonane korekty dane mogą się różnić od prezentowanych w poprzednich edycjach opracowania.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF i GPW.

Krajowy portfel akcyjny funduszy na koniec 2024 r. był bardziej zbliżony do WIG niż rok wcześniej. Wskaźnik *active share*²²⁶ dla sektora spadł do 19,6%, z 25,8% rok wcześniej. Najniższa odnotowana wartość tego wskaźnika wyniosła 18,6%, a najwyższa – 40,1%. Skrajne wartości *active share* osiągnęły te same podmioty, co w 2023 r. Fundusze zmniejszyły swoje zaangażowanie w akcje spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 z 64,6% do 63,0%²²⁷. Pięć funduszy posiadało w swoich portfelach akcje spółek zakwalifikowanych do Strefy Niższej Płynności²²⁸. Udział takich lokat w krajowym portfelu akcji był jednak niewielki i w żadnym z OFE nie przekraczał 0,5%.

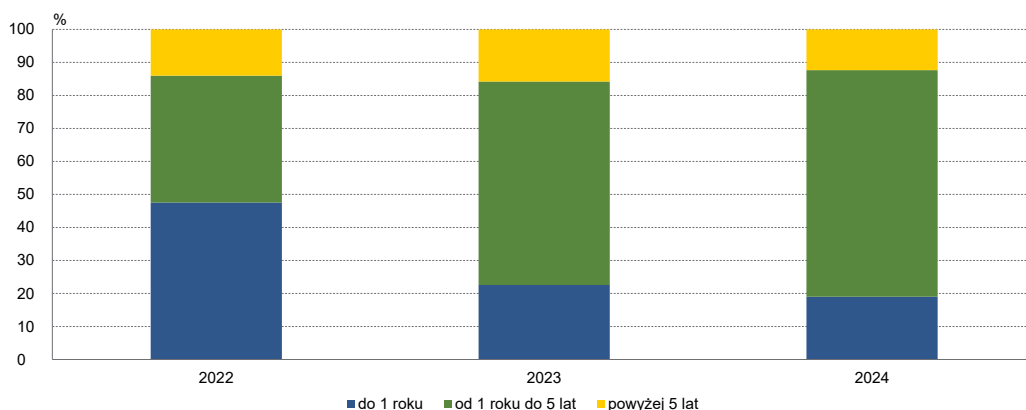
²²⁶ Wskaźnik *active share* jest połową sumy wartości bezwzględnych odchyleń wagi papieru wartościowego w zarządzanym portfelu od wagi tego papieru w portfelu odniesienia. Wskaźnik ten informuje o tym, jaki odsetek portfela funduszu różni się od benchmarku. Wartość 0% oznacza, że skład portfela akcji funduszu idealnie pokrywa się z benchmarkiem, a 100% – nie ma żadnych wspólnych elementów. Za benchmark przyjęto portfel WIG na koniec 2024 r. Porównano z nim portfel akcji krajowych OFE.

²²⁷ Na koniec 2024 r. udział WIG20 w WIG wyniósł 69,8%.

²²⁸ Komunikat GPW w Warszawie SA z 23 grudnia 2024 r.

W 2024 r. wartość krajowego portfela dłużnego OFE zwiększyła się o 33%. Podobnie jak w przypadku akcji największą jego część na koniec grudnia stanowiły instrumenty wyemitowane przez instytucje finansowe (82%). Dominowały wśród nich papiery wartościowe banków, w tym listy zastawne (47%). Istotne znaczenie w tej kategorii lokat miały także obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego (22%). Udział instrumentów wyemitowanych przez przedsiębiorstwa niefinansowe wyniósł 17%. Podobnie jak w poprzednim roku na koniec 2024 r. w krajowym portfelu dłużnym dominowały instrumenty o terminach zapadalności 1–5 lat, a ich znaczenie w analizowanym okresie wzrosło (wykres 4.6.5). Tymczasem udziały instrumentów krótkoterminowych, jak również instrumentów z terminem zapadalności powyżej pięciu lat, zmniejszyły się. Wartość instrumentów dłużnych o stałym kuponie wzrosła w większym stopniu niż zmiennokuponowych.

Wykres 4.6.5 Struktura krajowego portfela dłużnego OFE według terminów zapadalności w latach 2022–2024



Źródło: UKNF.

Na koniec 2024 r. inwestycje zagraniczne²²⁹ stanowiły 11,2% portfela OFE, wobec 9,9% na koniec poprzedniego roku. Udział ten był zatem istotnie niższy niż ustawowy limit na tę kategorię lokat, który wynosił 30% aktywów funduszy. Zdecydowaną większość (97,6%) inwestycji zagranicznych stanowiły akcje. Do wzrostu wartości oraz udziału w portfelu tej kategorii lokat OFE przyczyniło się dodatnie saldo transakcji na rynku zagranicznych instrumentów udziałowych, które wyniosło 1,3 mld zł.

4.6.3. Wyniki inwestycyjne OFE i skala podejmowanego ryzyka

Wyniki wypracowane przez OFE w 2024 r. były istotnie niższe niż w rekordowym pod tym względem poprzednim roku (tabela 4.6.3). Wszystkie OFE miały dodatnie stopy zwrotu w ujęciu realnym. Jednocześnie żaden fundusz nie uzyskał lepszych wyników od wskaźnika waloryzacji

²²⁹ Jako inwestycje zagraniczne uznano wszystkie inwestycje na rynkach poza Polską.

na subkoncie ZUS. Stopy zwrotu funduszy były jednak znacznie wyższe niż zmiany indeksów giełdowych – indeks WIG wzrósł w 2024 r. o 1,4%, a WIG20 spadł o 6,4%. Na rozbieżność tę wpłynęły wyniki spółek z sektora bankowego, które miały istotny udział w portfelu akcyjnym OFE. Indeks WIG-banki zwiększył się w 2024 r. o 11,6%. Do osiągnięcia dodatnich stóp zwrotu funduszy (wyższych niż WIG) przyczyniły się także zmiany wartości lokat innych niż akcje. W przypadku OFE o najwyższej stopie zwrotu wartość instrumentów dłużnych w portfelu wzrosła około dwuipółkrotnie.

Tabela 4.6.3 Stopy zwrotu OFE, wskaźnik inflacji oraz waloryzacji subkonta w ZUS w latach 2021–2024 (w %)

	2021	2022	2023	2024
Średnia roczna ważona stopa zwrotu	29,5	-15,1	35,6	5,0
Najlepszy OFE w danym roku	33,2	-13,0	37,7	6,2
Najgorszy OFE w danym roku	26,6	-16,5	34,5	4,0
Średnioroczna inflacja CPI	5,1	14,4	11,4	3,6
Wskaźnik waloryzacji subkonta ZUS	7,07	9,20	9,91	9,49

Uwaga: stopy zwrotu OFE zostały obliczone na podstawie wartości jednostki rozrachunkowej, bez uwzględniania opłaty od składki. Stopy te odpowiadają jednorazowej inwestycji środków na początku roku, bez dokonywania cyklicznych wpłat.

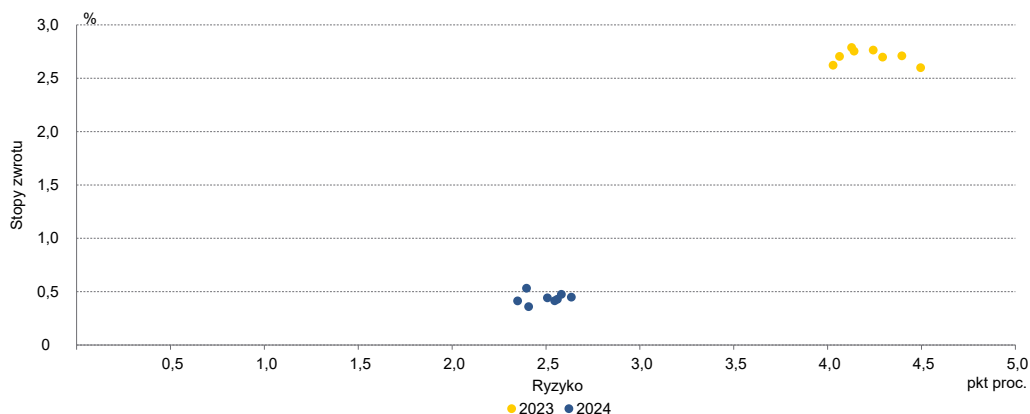
Źródło: UKNF, ZUS i GUS.

Niższym stopom zwrotu OFE towarzyszyło ograniczenie podejmowanego ryzyka inwestycyjnego (wykres 4.6.6). Odchylenie standardowe średniej ważonej miesięcznej stopy zwrotu funduszy zmniejszyło się z 4,2 pkt proc. do 2,5 pkt proc. Dla porównania odchylenie standardowe miesięcznych zmian indeksu WIG wyniosło 2,9 pkt proc. W 2024 r. zarówno fundusz, który charakteryzował się najwyższym, jak i fundusz z najniższym poziomem ryzyka inwestycyjnego, osiągnęły zbliżone średnie miesięczne stopy zwrotu.

Efektywność zarządzania funduszami względem benchmarku składającego się w 90% z indeksu WIG i w 10% ze wskaźnika WIBID 1Y poprawiła się (wykres 4.6.7). W 2024 r. dla wszystkich OFE wskaźnik *information ratio* (IR)²³⁰ był dodatni, fundusze wypracowały zatem wyższe stopy zwrotu niż portfel odniesienia w relacji do podejmowanego ryzyka. IR przekraczał ponadto poziom z poprzedniego roku. Podczas gdy w 2023 r. największą efektywnością zarządzania mierzoną wskaźnikiem IR charakteryzował się najmniejszy fundusz, w 2024 r. nie zaobserwowano podobnej zależności.

²³⁰ Wskaźnik *information ratio* liczony jest jako iloraz średniej różnic między miesięcznymi stopami zwrotu funduszu a stopami zwrotu benchmarku oraz odchylenia standardowego tych różnic.

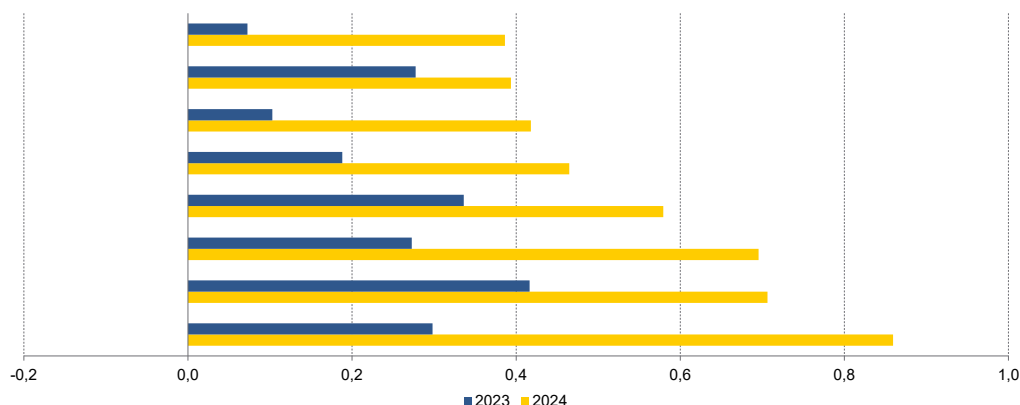
Wykres 4.6.6 Stopy zwrotu i ryzyko inwestycyjne OFE w latach 2023–2024



Uwaga: stopa zwrotu dla poszczególnych podmiotów jest średnią miesięcznych stóp zwrotu osiągniętych w danym roku i została obliczona na podstawie wartości jednostek rozrachunkowych. Jako miarę ryzyka przyjęto odchylenie standardowe miesięcznych stóp zwrotu.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.6.7 *Information ratio* dla poszczególnych OFE w latach 2023–2024



Uwaga: za stopę zwrotu benchmarku przyjęto 90% stopy zwrotu WIG i 10% WIBOR 1Y.

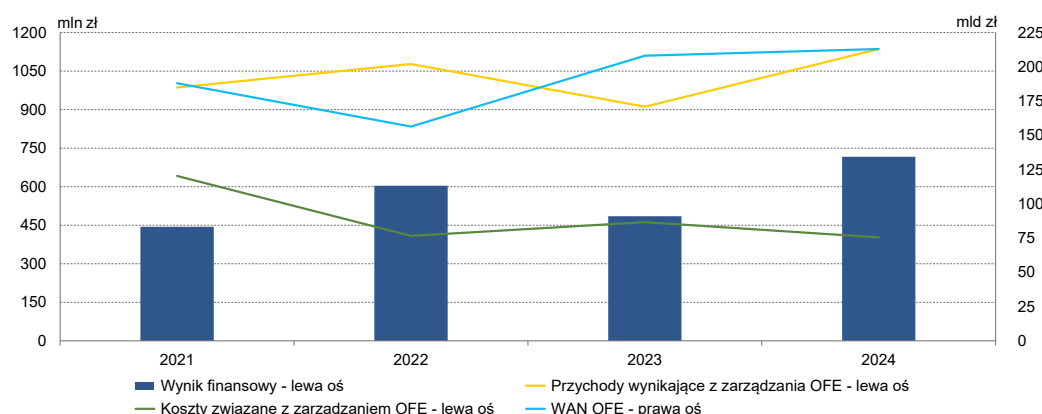
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W związku ze wzrostem aktywów OFE w I połowie roku (o 11,5%) koszty zarządzania funduszami w 2024 r. zwiększyły się o 10,3%. Ich zmiana była ponad czterokrotnie wyższa niż wzrost aktywów netto OFE w tym samym czasie. Przeciętna wartość aktywów netto w analizowanym okresie zwiększyła się jednak o 22,3%. Relacja kosztów zarządzania funduszami do ich aktywów netto wzrosła z 0,38% na koniec 2023 r. do 0,41% na koniec 2024 r. Obciążenie aktywów OFE opłatami na rzecz PTE było przy tym zróżnicowane. Wspomniana relacja zawierała się bowiem w przedziale od 0,32% do 0,55%. Najwyższym wskaźnikiem charakteryzowały się najmniejsze, a najniższym – największe fundusze, co wynikało z ograniczeń ustawowych.

4.6.4. Wyniki finansowe powszechnych towarzystw emerytalnych

W 2024 r. zysk PTE był najwyższy od 2014 r. i wyniósł 716,8 mln zł (wykres 4.6.8). Za wzrost wyniku o prawie 48% odpowiadały zarówno wyższe przychody, jak i niższe koszty towarzystw. Wszystkie towarzystwa osiągnęły lepszy wynik finansowy niż w rok wcześniej.

Wykres 4.6.8 Wynik finansowy PTE, koszty i przychody z zarządzania OFE oraz wartość aktywów OFE w latach 2021–2024



Uwaga: jako koszty związane z zarządzaniem przyjęto sumę obowiązkowych obciążeń z tytułu zarządzania OFE i pozostałych kosztów.

Źródło: UKNF.

Główny składnik przychodów PTE, wynagrodzenie za zarządzanie OFE, był w 2024 r. wyższy o 10,7%. Ponadto towarzystwa uzyskały siedmiokrotnie większy zwrot nadpłaty ze środków Funduszu Gwarancyjnego niż w 2023 r. oraz – inaczej niż rok wcześniej – prawo do przychodów z tytułu wykorzystania rachunku rezerwowego. Istotną pozycją przychodów były również kwoty pobierane przez fundusze od wpłacanych składek. W relacji do wartości składek w 2024 r. kształtowały się one w przedziale od 0,8% do 1,9% dla poszczególnych OFE, oraz 1,6% w ujęciu zagregowanym.

Obowiązkowe obciążenia z tytułu zarządzania OFE były z kolei najważniejszym składnikiem kosztów towarzystw. Wśród nich największy udział miały opłaty z tytułu agenta transferowego lub rejestru członków oraz wpłaty na rachunek Funduszu Gwarancyjnego. Spadek tych ostatnich o 58,7% w porównaniu z 2023 r. w największym stopniu przyczynił się do zmniejszenia kosztów PTE.

Wyższy wynik finansowy przełożył się na wzrost kapitału własnego sektora PTE. Zwiększył się on o 13,8% i na koniec 2024 r. wyniósł 2,6 mld zł. Inaczej niż rok wcześniej, kapitał własny każdego z towarzystw w relacji do aktywów netto zarządzanych przez nie OFE nie był niższy niż 1%. Dla całego sektora relacja ta wyniosła 1,2% (wobec 1,1% na koniec 2023 r.). Tak jak w poprzednim roku kapitał własny stanowił dominujący składnik pasywów wszystkich towarzystw z wyjątkiem jednego.

W 2024 r. wzrosła również rentowność kapitału własnego towarzystw. Wskaźnik ROE sektora wyniósł 29,3% i był najwyższy od 2014 r. Najniższy wskaźnik rentowności kapitału własnego nie przekraczał 20%, a najwyższy osiągnął ponad 45%.

4.6.5. Podmioty obsługujące fundusze emerytalne

Fundusz emerytalny jest zobowiązany wybrać depozytariusza, któremu powierza przechowywanie swoich aktywów. Umowa o wykonywanie funkcji depozytariusza może być zawarta wyłącznie z bankiem krajowym oraz z KDPW SA. Na koniec 2024 r. rolę tę pełniło pięć banków, które oferowały jednocześnie usługi jako depozytariusze funduszy inwestycyjnych. Trzy z nich obsługiwało po dwa OFE, zaś pozostałe dwa obsługiwały po jednym funduszu. Trzej najwięksi pod względem wartości przechowywanych aktywów depozytariusze mieli 76-procentowy udział w rynku.

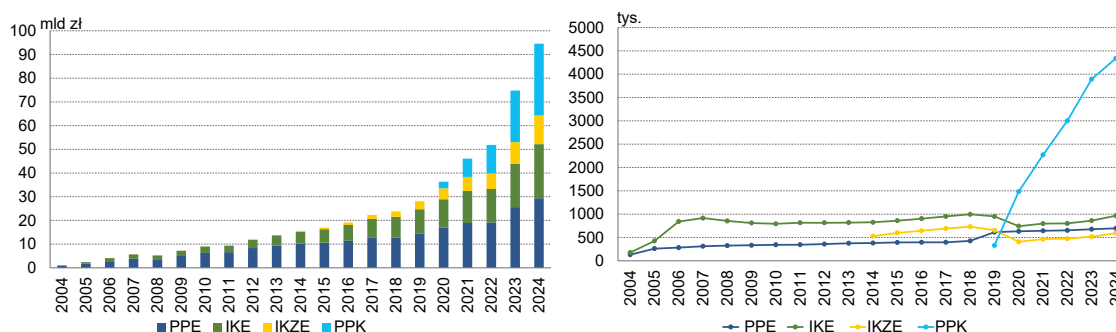
Usługa prowadzenia rejestru uczestników może być realizowana przez agentów transferowych lub bezpośrednio przez zarządzające funduszem PTE. W przypadku sześciu OFE funkcję tę sprawowały cztery podmioty zewnętrzne, przy czym jeden z nich obsługiwał trzy fundusze. W przypadku dwóch OFE rejestr uczestników prowadziły natomiast towarzystwa. Udział trzech największych podmiotów pod względem liczby członków funduszy na koniec 2024 r. wyniósł 83,4%.

4.7. Dobrowolne oszczędności emerytalne

W 2024 r. na krajowym rynku funkcjonowało pięć rodzajów produktów stworzonych z zamiarem dobrowolnego gromadzenia środków na cele emerytalne. Dwa z nich miały formę grupową i były oferowane pracownikom przez podmioty zatrudniające: pracownicze programy emerytalne (PPE) i pracownicze plany kapitałowe (PPK). Natomiast pozostałe były produktami o charakterze osobistym: indywidualne konta emerytalne (IKE), indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE) oraz ogólnoeuropejski indywidualny produkt emerytalny (OIPE)²³¹.

Wartość dobrowolnych oszczędności emerytalnych zgromadzonych przez Polaków w 2024 r. wzrosła o niemal 20,0 mld zł w porównaniu z poprzednim rokiem, do 94,6 mld zł. Tym samym z 3,7% do 4,2% zwiększył się ich udział w aktywach finansowych gospodarstw domowych. Najwięcej oszczędności zebrano w formach pracowniczych. W 2024 r. po raz pierwszy aktywa PPK (30,3 mld zł) przewyższyły wartość środków zaoszczędzonych w ramach PPE (29,4 mld zł). PPK, z uwagi na powszechność oferowania przez podmioty zatrudniające, charakteryzowały się najwyższym tempem przyrostu aktywów (39,0%) ze wszystkich produktów funkcjonujących w III filarze. Na indywidualnych formach oszczędzania na koniec 2024 r. zgromadzono 34,9 mld zł, z czego 22,8 mld zł na IKE oraz 12,1 mld zł na IKZE (wykres 4.7.1).

Wykres 4.7.1 Aktywa zgromadzone w PPE, IKE, IKZE oraz PPK (lewy panel), liczba rachunków (prawy panel) w latach 2004–2024

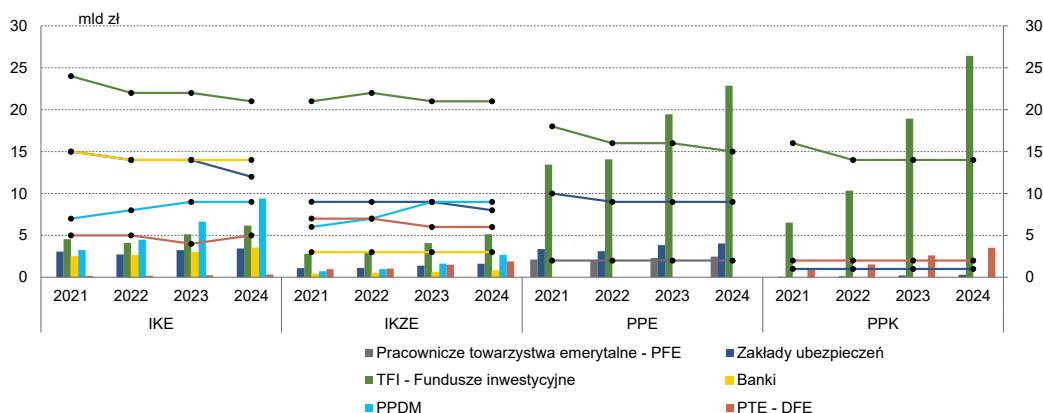


Źródło: UKNF.

W ramach dobrowolnych produktów emerytalnych na koniec 2024 r. funkcjonowało 6,6 mln rachunków, o 0,7 mln więcej niż na koniec poprzedniego roku. Mimo że ich przyrost zaobserwowano we wszystkich formach, w dominującej części odpowiadali za niego uczestnicy PPK. Natomiast najniższy przyrost liczby rachunków zarejestrowano w zakresie PPE. Pracownicze formy oszczędzania, w porównaniu z produktami przeznaczonymi dla klientów indywidualnych, charakteryzowały się wyższym odsetkiem aktywnych rachunków (powyżej 70%).

²³¹ W 2024 r. tylko jeden podmiot zagraniczny oferował możliwość oszczędzania w OIPE. Z uwagi na brak danych nie jest on objęty analizą przedstawioną w tym rozdziale.

Wykres 4.7.2 Liczba podmiotów zarządzających dobrowolnymi oszczędnościami emerytalnymi oraz wartość zgromadzonych aktywów w latach 2021–2024



Uwaga: kolory w legendzie dotyczą wykresu słupkowego i liniowego. Na wykresie słupkowym przedstawiono aktywa (lewa oś), a na wykresie liniowym liczbę podmiotów zarządzających (prawa oś). PPDm – podmiot prowadzący działalność maklerską, DFE – dobrowolny fundusz emerytalny, PFE – pracowniczy fundusz emerytalny, PTE – powszechne towarzystwo emerytalne.

Źródło: UKNF.

W 2024 r. napływ środków netto do III filara był o ponad 3 mld zł wyższy niż w poprzednim roku i wyniósł 15,2 mld zł. Kolejny rok z rzędu wzrosła wartość odprowadzanych składek, przy stosunkowo niskim zwiększeniu odpływów. Bez uwzględniania transferów wewnątrz poszczególnych form w głównej mierze odpowiadały za to wpłaty dokonywane do PPK (9,3 mld zł), podczas gdy pozostałe produkty zasilono kwotami: PPE – 3,5 mld zł, IKE – 4,1 mld zł oraz IKZE – 2,7 mld zł. W 2024 r. wypłacono łącznie 4,4 mld zł oszczędności. Najwyższą wartość osiągnęły wypłaty z PPK (2,3 mld zł). Z PPE wycofano natomiast 0,9 mld zł, z IKE – 0,9 mld zł, a z IKZE – 0,3 mld zł.

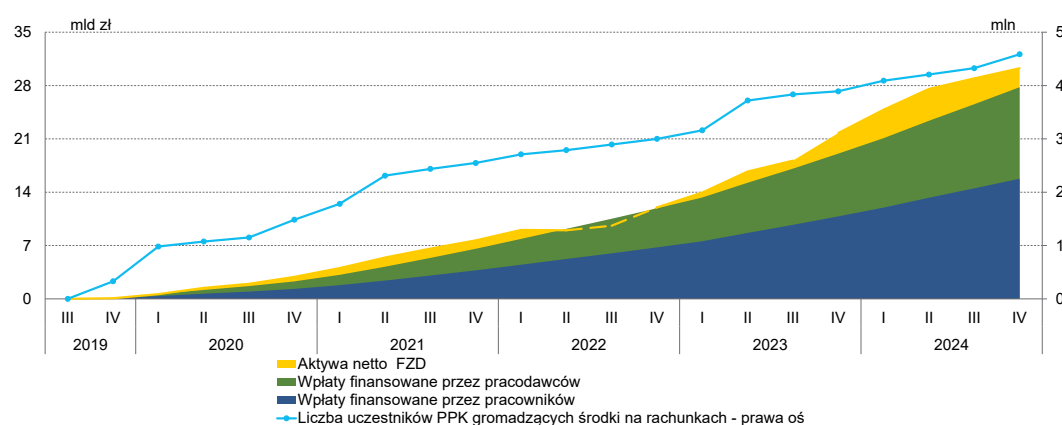
Rynek dobrowolnych oszczędności emerytalnych był zdominowany przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które zarządzały największą częścią jego aktywów. Na koniec 2024 r. udział w strukturze III filara środków ulokowanych w funduszach inwestycyjnych zwiększył się do 64%, a ich wartość wyniosła 60,6 mld zł (wykres 4.7.2). W analizowanym okresie wzrosły także aktywa powierzone podmiotom prowadzącym działalność maklerską (12,1 mld zł). Były one wyższe niż oszczędności zgromadzone w zakładach ubezpieczeń (9,4 mld zł). W powszechnych towarzystwach emerytalnych ulokowano 5,8 mld zł, w bankach 4,3 mld zł, zaś najmniej w pracowniczych towarzystwach emerytalnych – 2,5 mld zł.

4.7.1. Pracownicze plany kapitałowe

W 2024 r. minęło pięć lat od wprowadzenia w Polsce pracowniczych planów kapitałowych. W tym czasie ich uczestnicy zgromadzili 30,3 mld zł oszczędności na cele emerytalne (wykres 4.7.3). Największa część tych środków była w zarządzaniu TFI, które odpowiadały za 26,5 mld zł, podczas gdy PTE zarządzały 3,5 mld zł, a zakład ubezpieczeń – 0,3 mld zł. Wartość aktywów netto

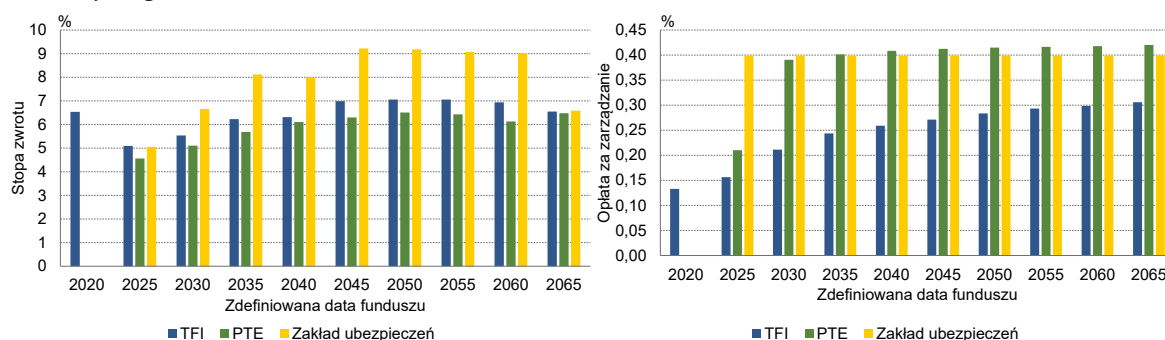
PPK w 2024 r. wzrosła o 8,5 mld zł dzięki dodatniemu napływowi netto środków oraz wypracowanemu wynikowi finansowemu. Wszystkie fundusze zdefiniowanej daty (FZD) osiągnęły dodatnie stopy zwrotu (wykres 4.7.4). Średnia ważona roczna stopa zwrotu FZD w 2024 r. wyniosła 6,4%. Najwyższe wyniki wypracowały fundusze zarządzane przez zakład ubezpieczeń (8,0%), a najniższe przez PTE (5,7%). Koszty, jakie ponosili uczestnicy PPK w funduszach prowadzonych przez PTE i zakład ubezpieczeń, nie zmieniły się w ciągu roku. Natomiast w przypadku TFI kolejny rok z rzędu średnie opłaty nieznacznie zmalały²³² i były najniższe wśród pozostałych instytucji.

Wykres 4.7.3 Aktywa netto funduszy zdefiniowanej daty, wpłaty do PPK oraz liczba uczestników w latach 2019–2024



Źródło: UKNF.

Wykres 4.7.4 Średnie ważone stopy zwrotu (lewy panel) i średnie opłaty za zarządzanie (prawy panel) w 2024 r. w zależności od zdefiniowanej daty funduszu i rodzaju podmiotu zarządzającego



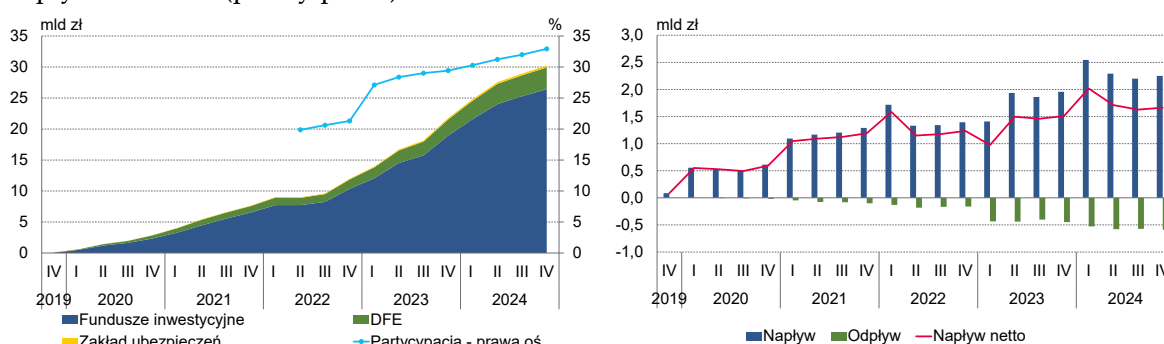
Uwaga: był tylko jeden subfundusz, którego zdefiniowana data to 2020 r. W każdej z pozostałych grup było 17 podmiotów. Stawki opłat za zarządzanie są uśrednione dla całego okresu oszczędzania w zależności od daty funduszu.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF i PFR.

²³² Spadek średnich opłat dotyczył podmiotów o najwyższym udziale w aktywach FZD i wynikał z ustawowego limitu na wysokość pobieranego wynagrodzenia za zarządzanie (art. 45 ust. 5 ustawy o PPK).

Liczba rachunków w ramach PPK w 2024 r. wzrosła o 11,5%, z 3,9 mln do 4,3 mln, w tym unikalnych uczestników było 3,7 mln (o 0,3 mln więcej niż rok wcześniej). W tym czasie wskaźnik partycypacji zwiększył się o 3,5 pkt proc., do 32,9% (wykres 4.7.5). Najwięcej uczestników gromadziło środki w funduszach o zdefiniowanej dacie 2045 r. (wykres 4.7.6). Średnia suma oszczędności przypadająca na jednego członka PPK wyniosła 7,0 tys. zł, przy czym różniła się ona w zależności od daty funduszu. Najwyższa kwota dotyczyła uczestników funduszy o bliskich datach tj. 2020–2035, a jej wysokość oscylowała między 9,3 a 11,4 tys. zł.

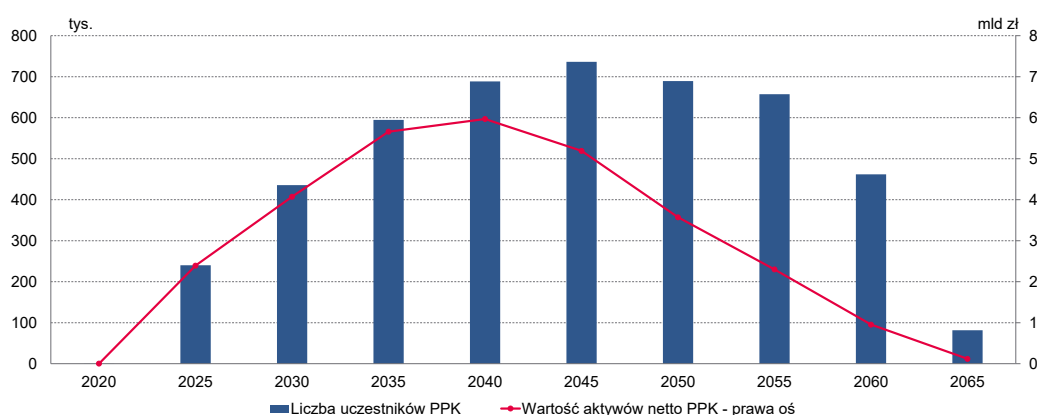
Wykres 4.7.5 Wskaźnik partycypacji w PPK oraz zgromadzone aktywa (lewy panel), napływ i odpływ środków (prawy panel) w latach 2019–2024



Uwaga: napływ środków obejmuje wpłacone składki podstawowe i dodatkowe oraz dopłaty roczne i powitalne; odpływ obejmuje wypłaty, wypłaty transferowe poza PPK oraz zwroty. Wskaźnik partycypacji wskazuje stosunek liczby osób zatrudnionych, które uczestniczą w PPK do całkowitej liczby zatrudnionych.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF oraz PFR.

Wykres 4.7.6 Aktywa netto oraz liczba uczestników FZD w zależności od zdefiniowanej daty funduszu na koniec 2024 r.



Źródło: UKNF, PFR.

Od początku funkcjonowania PPK pracownicy wpłacili do nich 15,7 mld zł składek, podczas gdy pracodawcy – 12,0 mld zł. W tym okresie plany zostały zasilone wpłatami powitalnymi i dopłatami rocznymi, finansowanymi z budżetu państwa, na kwotę około 2,5 mld zł. W 2024 r. miało miejsce rekordowy napływ netto środków do PPK w wysokości 7,0 mld zł – o 1,6 mld zł więcej niż w 2023 r. Do planów wpłacono 9,3 mld zł składek, w tym ponad połowę stanowiły wpłaty

pracowników (4,9 mld zł). Pracodawcy sfinansowali natomiast 3,8 mld zł składek. Prawie 98% środków napływających do PPK stanowiły wpłaty podstawowe. Największych zasileń nadal dokonywano na rachunki uczestników zatrudnionych w jednostkach sektora finansów publicznych (3,1 tys. zł), podczas gdy średnia roczna wpłata dla pracowników przedsiębiorstw oscylowała wokół 2,2 tys. zł. Wartość dopłat rocznych i wpłat powitalnych w 2024 r. wyniosła, odpowiednio, 0,5 mld zł oraz 0,1 mld zł. W odpływie środków z PPK niezmiennie dominowały zwroty, które stanowiły niemal 85% wypłat. Przez pięć lat istnienia planów kapitałowych dokonano wypłat²³³ na kwotę 0,4 mld zł, podczas gdy wartość zwrotów²³⁴ wyniosła 4,3 mld zł. W 2024 r. ta ostatnia pozycja osiągnęła rekordowe 1,9 mld zł, co odpowiadało 8,9% wartości aktywów netto PPK według stanu na koniec 2023 r. Niemal wszystkie przepływy transferowe z PPK były dokonywane w ramach tej samej formy oszczędzania (na inny plan).

W 2024 r. liczba podmiotów zarządzających PPK nie zmieniła się. Tak jak w poprzednim roku było to 14 TFI, dwa PTE oraz jeden zakład ubezpieczeń. Spadła natomiast liczba funduszy zdefiniowanej daty, z 163 w poprzednim roku do 154²³⁵. Zdecydowana większość z nich (136) była zarządzana przez TFI, 18 przez PTE, a 9 przez zakład ubezpieczeń. W przypadku tych ostatnich zarządzanie aktywami PPK zgromadzonymi w formie ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych zostało przekazane towarzystwu funduszy inwestycyjnych z tej samej grupy kapitałowej.

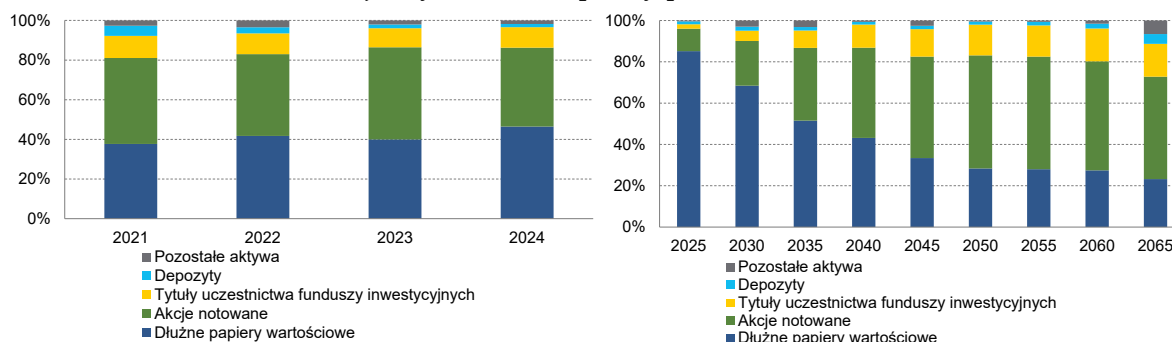
W strukturze aktywów PPK zarządzanych przez TFI w formie specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych najważniejszą część stanowiły dłużne papiery wartościowe oraz akcje notowane (wykres 4.7.7). Ich udział w aktywach danego FZD był zróżnicowany i zależał od zdefiniowanej daty funduszu. W portfelu inwestycyjnym funduszy o bliskiej dacie przeważała część dłużna, podczas gdy w funduszach z odległą datą dominowała część akcyjna. Istotny udział w strukturze aktywów FZD miały także tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, które stanowiły ponad 10% całego portfela. W ten sposób zarządzający PPK uzyskiwali ekspozycję na zagraniczne fundusze inwestycyjne – głównie ETF i fundusze indeksowe oferowane na rynku amerykańskim.

²³³ Wypłata z PPK jest możliwa na wniosek uczestnika w przypadku osiągnięcia 60. roku życia, a także przed osiągnięciem ustawowo określonego wieku w przypadku pokrycia wkładu własnego kredytu mieszkaniowego lub poważnego zachorowania.

²³⁴ Uczestnik może złożyć wniosek o wycofanie środków z PPK przed osiągnięciem 60. roku życia. W ramach zwrotu uczestnik dostaje środki w wysokości odpowiadającej 70% wpłat finansowanych przez podmiot zatrudniający (pozostałe 30% trafia do ZUS, a kwota jest ewidencjonowana na koncie ubezpieczonego) oraz wpłatom finansowanym przez uczestnika (pomniejszonym o kwotę podatku dochodowego).

²³⁵ W IV kwartale 2024 r. TFI Allianz dokonało połączenia subfunduszy zdefiniowanej daty wydzielonych w ramach Allianz Plan Emerytalny SFIO i Allianz SFIO PPK.

Wykres 4.7.7 Struktura aktywów FZD w latach 2021–2024 (lewy panel) oraz na koniec 2024 r. w zależności od zdefiniowanej daty funduszu (prawy panel)



Uwaga: wykresy obejmują dane tylko dla funduszy zarządzanych przez TFI.

Źródło: NBP.

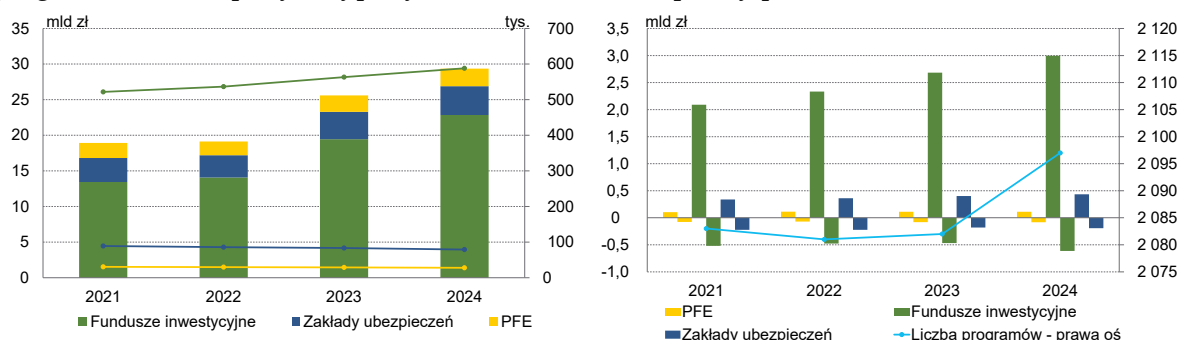
4.7.2. Pracownicze programy emerytalne

W 2024 r. wartość aktywów zgromadzonych w pracowniczych programach emerytalnych wzrosła o 3,8 mld zł, do 29,4 mld zł (wykres 4.7.8). Wynikało to zarówno z napływu składek do programów, jak i osiągniętych przez zarządzających wyników finansowych. Dominowały programy z funduszem inwestycyjnym (78%), których wartość na koniec 2024 r. wyniosła 22,8 mld zł. Do 14% aktywów (4,0 mld zł) spadł natomiast udział PPE zarządzanych przez zakłady ubezpieczeń w formie umowy grupowego ubezpieczenia na życie z UFK. Najmniej środków zaoszczędzono w pracowniczych funduszach emerytalnych (2,5 mld zł). W 2024 r. środkami zgromadzonymi w PPE zarządzało 26 instytucji finansowych. Wśród nich było 15 TFI²³⁶, 9 zakładów ubezpieczeń i dwa pracownicze towarzystwa emerytalne.

Wartość składek wpłaconych w 2024 r. do PPE wyniosła 3,5 mld zł, o 0,3 mld zł więcej niż poprzednim roku. Składki podstawowe stanowiły 3,4 mld zł, podczas gdy dodatkowe pozostały na niemal niezmiennym poziomie (0,1 mld zł). Najwyższych średnich wpłat dokonano do PFE, gdzie średnia składka podstawowa wyniosła 9,3 tys. zł, a dodatkowa – 2,8 tys. zł, najniższych zaś do programów zarządzanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych (składka podstawowa – 6,7 tys. zł i dodatkowa – 1,4 tys. zł). W przypadku programów w formie umowy z zakładem ubezpieczeń przeciętna składka podstawowa wzrosła do 7,1 tys. zł, a dodatkowa do 1,1 tys. zł. W 2024 r. wartość oszczędności wypłaconych z PPE wyniosła 889,7 mln zł, a w ramach wypłat transferowych przekazano na IKE 254,4 mln zł.

²³⁶ W 2024 r. liczba TFI zmniejszyła się o jeden podmiot, który przekazał zarządzanie funduszem do innego TFI.

Wykres 4.7.8 Aktywa zgromadzone w PPE oraz liczba uczestników (lewy panel), liczba programów oraz wpłaty i wypłaty środków z/do PPE (prawy panel) w latach 2021–2024



Uwaga: lewy panel – kolory w legendzie dotyczą wykresu słupkowego i liniowego. Na wykresie słupkowym przedstawiono aktywa (lewa oś), a na wykresie liniowym liczbę uczestników (prawa oś). Wpłaty obejmują składki podstawowe i dodatkowe. Wykres nie uwzględnia wypłat transferowych z PPE na IKE i z IKE na PPE.

Źródło: UKNF.

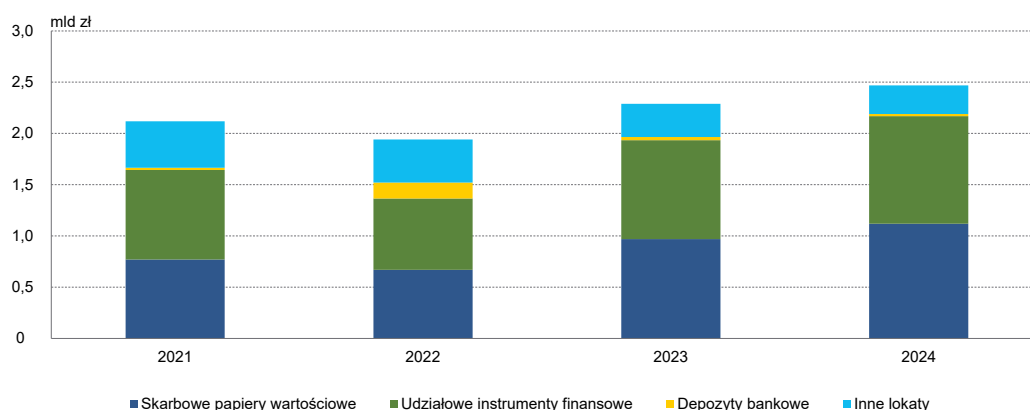
W 2024 r. liczba prowadzonych programów zwiększyła się o 15, do 2 097. W porównaniu z poprzednim rokiem zanotowano niemal dwukrotny wzrost nowo rejestrowanych programów, jednak było to efektem przejścia z rozwiązań międzyzakładowych do samodzielnych oraz zmian organizacyjnych²³⁷. Jednocześnie liczba pracodawców, którzy umożliwiali gromadzenie oszczędności w PPE, zmniejszyła się o 16, do 2 311 podmiotów. Prawie wszystkie nowe programy przyjęły formę umowy z funduszem inwestycyjnym (53) lub z zakładem ubezpieczeń. Z rejestru PPE dokonano wykreśleń 41 programów (31 w formie umowy z funduszem inwestycyjnym oraz 10 w formie umowy ubezpieczeniowej).

W porównaniu z 2023 r. liczba uczestników PPE wzrosła o 2,9%, do 695,1 tys., przy czym miało to miejsce tylko w programach w formie umowy z funduszem inwestycyjnym. TFI zarządzały środkami należącymi do 588,2 tys. osób. Natomiast w pozostałych formach PPE odnotowano spadek uczestników, odpowiednio, do 79,1 tys. w zakładach oraz do 27,7 tys. osób w pracowniczych towarzystwach emerytalnych. W 2024 r. zmniejszył się udział oszczędzających, którzy aktywnie dokonywali wpłat do programów (do 73% ogółu), jednak ich liczba zwiększyła się z 506,9 tys. na koniec 2023 r. do 510,3 tys.

Podobnie jak w poprzednich latach dwa działające na rynku pracownicze towarzystwa emerytalne przekazywały zarządzanie PFE podmiotom zewnętrznym – towarzystwom funduszy inwestycyjnych. W 2024 r. w strukturze lokat pracowniczych funduszy emerytalnych zwiększył się udział skarbowych papierów wartościowych (o 3 pkt proc., do 45,4% portfela), przy spadku udziałów depozytów i pozostałych lokat. Zaangażowanie w instrumenty udziałowe utrzymało się na zbliżonym poziomie do 2023 r. i stanowiło 42,5% portfela inwestycyjnego PFE (wykres 4.7.9).

²³⁷ Informacja o stanie rynku emerytalnego w Polsce na koniec 2024 r., UKNF.

Wykres 4.7.9 Portfel inwestycyjny pracowniczych funduszy emerytalnych w latach 2021–2024



Źródło: UKNF.

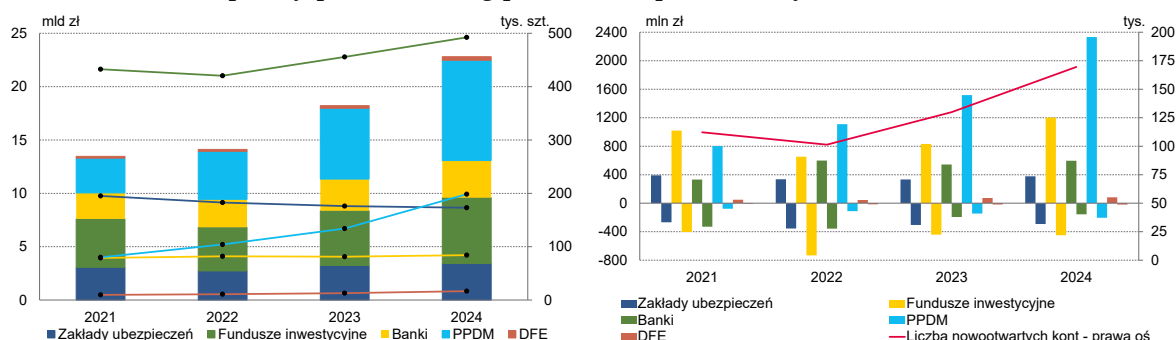
4.7.3. Indywidualne konta emerytalne

W 2024 r. wartość aktywów zgromadzonych na IKE zwiększyła się o 25,1% i na koniec grudnia wyniosła 22,8 mld zł (wykres 4.7.10). Wzrost oszczędności dotyczył kont prowadzonych przez wszystkie typy instytucji finansowych. Tak jak rok wcześniej, najwięcej środków – 9,4 mld zł – zebrano na kontach prowadzonych przez podmioty maklerskie. Ponieważ tempo wzrostu środków było w przypadku tych instytucji najwyższe, zwiększył się ich udział w strukturze oszczędności gromadzonych na IKE (z 36,4% do 41,2%). Najmniejsze znaczenie wśród podmiotów oferujących konta miały dobrowolne fundusze emerytalne, na których znajdowało się 1,4% środków. Z kolei najwolniejszym tempem wzrostu aktywów charakteryzowały się IKE w zakładach ubezpieczeń.

Oszczędności zgromadzone na IKE zwiększyły się głównie za sprawą dodatniego napływu netto środków (wykres 4.7.11). Dotyczyło to niemal wszystkich typów instytucji prowadzących konta, z wyjątkiem zakładów ubezpieczeń. Napływy do IKE w 2024 r. wzrosły o 39,2%, do 4,6 mld zł, podczas gdy wypływy pozostały na podobnym poziomie jak w poprzednim roku – 1,1 mld zł. Tak jak w poprzednich latach najwięcej środków netto napłynęło do podmiotów prowadzących działalność maklerską (2,1 mld zł). Najmniejszym saldem napływu i odpływu kapitału charakteryzowały się natomiast dobrowolne fundusze emerytalne (62,8 mln zł). W 2024 r. średnia wpłata na IKE wyniosła 7,3 tys. zł, co odpowiadało 31,1% limitu²³⁸. Przeciętnie najwyższych wpłat dokonano do podmiotów prowadzących działalność maklerską (15,3 tys. zł), zaś najniższych do zakładów ubezpieczeń (3,6 tys. zł).

²³⁸ W 2023 r. średnia wysokość wpłaty wyniosła 6,1 tys. zł, co stanowiło 29,3% limitu. Limit wpłat w 2023 r. wyniósł 20 805,0 zł, zaś w 2024 r. – 23 472 zł.

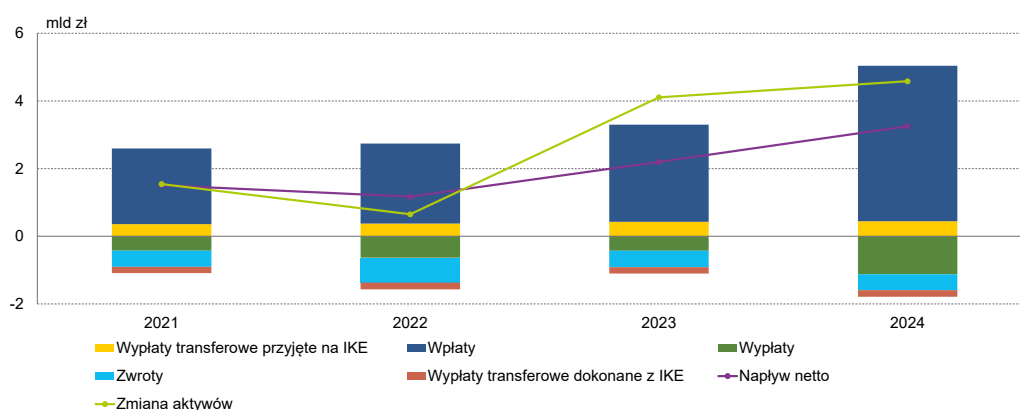
Wykres 4.7.10 Liczba IKE oraz zgromadzone na nich aktywa (lewy panel), napływ oraz odpływ środków do/z IKE (prawy panel) według podmiotów prowadzących konta w latach 2021–2024



Uwaga: lewy panel – kolory w legendzie dotyczą wykresu słupkowego i liniowego. Na wykresie słupkowym przedstawiono aktywa (lewa oś), a na wykresie liniowym liczbę IKE (prawa oś). Prawy panel – napływ środków obejmuje wpłaty do IKE oraz wypłaty transferowe przyjęte z IKE, PPE oraz PPK, odpływ środków obejmuje wypłaty z IKE, zwroty oraz wypłaty transferowe dokonane na IKE i do PPE.

Źródło: UKNF.

Wykres 4.7.11 Dekompozycja zmian wartości środków zgromadzonych na IKE w latach 2021–2024



Uwaga: wypłaty transferowe przyjęte na IKE obejmują wypłaty transferowe z PPE, PPK i IKE, a wypłaty transferowe dokonane z IKE – wypłaty transferowe do PPE i IKE.

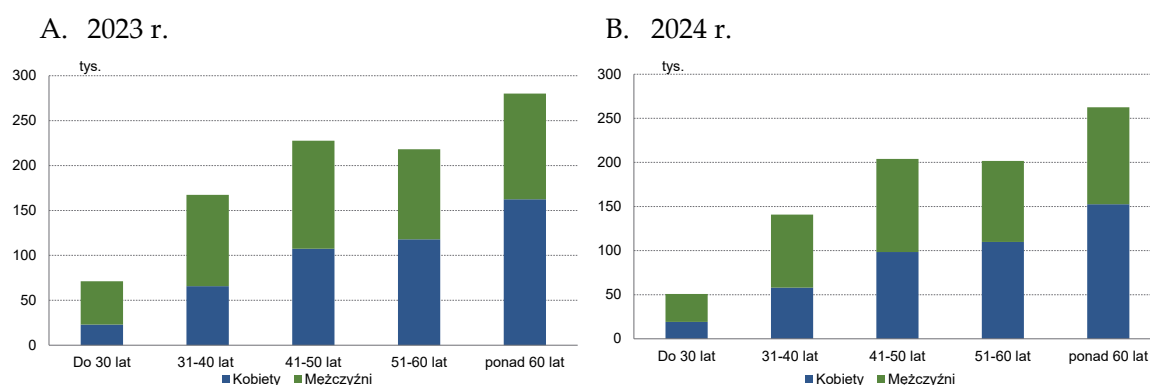
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Na koniec 2024 r. funkcjonowało 964,6 tys. IKE, o 104,7 tys. więcej niż na koniec poprzedniego roku. Wpłat dokonywano przy tym na 58,8% z nich (54,8% w 2023 r.). Liczba IKE wzrosła we wszystkich prowadzących je instytucjach z wyjątkiem zakładów ubezpieczeń, w których od kilku lat obserwowany był spadek rachunków. W 2024 r. założono 169,5 tys. nowych kont, przy czym większość w funduszach inwestycyjnych i podmiotach prowadzących działalność maklerską, odpowiednio, 46,8% i 42,6%. Podobnie jak w poprzednich latach najwięcej istniejących IKE było zarządzanych przez TFI (ponad połowa), a najmniej – przez powszechne towarzystwa emerytalne (1,7%). Posiadacze IKE w funduszach inwestycyjnych byli jednocześnie najmniej aktywni, wpłat dokonali bowiem na 51,3% kont. Najwięcej aktywnych rachunków było natomiast w bankach (84,9%).

Inaczej niż w poprzednich latach większość rachunków należała do mężczyzn (50,6%). Przeważali oni wśród oszczędzających w ramach IKE w podmiotach prowadzących działalność maklerską oraz dobrowolnych funduszy emerytalnych. Kobiety, z kolei, dominowały wśród posiadaczy IKE prowadzonych przez pozostałe instytucje. Podczas gdy w młodszych kohortach wiekowych większość stanowili mężczyźni, wśród oszczędzających w wieku powyżej 51 lat przeważały kobiety (wykres 4.7.12).

Na koniec 2024 r. IKE były oferowane przez 61 podmiotów – o dwa mniej niż rok wcześniej. Liczba banków i podmiotów prowadzących działalność maklerską, które umożliwiały oszczędzanie w ramach konta, nie zmieniła się. Było to, odpowiednio, 14 i 9 podmiotów, przy czym wśród podmiotów maklerskich pojawiła się jedna nowa instytucja, inna zaś (będąca w likwidacji) zaprzestała oferowania IKE. TFI oraz zakładów ubezpieczeń na życie było, odpowiednio, o jeden i dwa mniej niż rok wcześniej – 21 i 12. Zmiany te były związane z łączeniem się podmiotów oraz przejmowaniem zarządzania funduszami. Liczba powszechnych towarzystw emerytalnych oferujących IKE wzrosła natomiast o jeden, do pięciu.

Wykres 4.7.12 Struktura wiekowa oszczędzających na IKE w 2023 i 2024 r.



Źródło: UKNF.

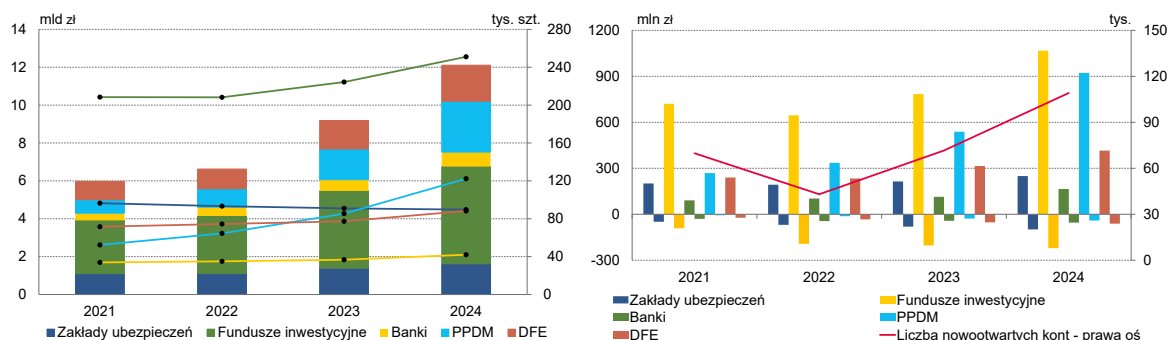
4.7.4. Indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego

W 2024 r. wartość oszczędności zgromadzonych na IKZE zwiększyła się o 31,8% i na koniec grudnia wyniosła 12,1 mld zł (wykres 4.7.13). Wzrost aktywów odnotowano we wszystkich typach instytucji oferujących rachunki, przy czym był on największy w przypadku podmiotów prowadzących działalność maklerską (65,1%), a najmniejszy – w zakładach ubezpieczeń (16,3%). Na koniec 2024 r. najwięcej zgromadzonych środków miały IKZE zarządzane przez TFI (5,1 mld zł, tj. 42,4%). Najmniejszy udział miały natomiast rachunki prowadzone przez banki (0,8 mld zł, tj. 6,3%).

We wszystkich typach instytucji prowadzących konta wzrost aktywów wynikał z napływu netto środków (wykres 4.7.14). Wpływy do IKZE były w 2024 r. o 43,4% wyższe niż w poprzednim roku

i osiągnęły 2,8 mld zł. Wypływy zwiększyły się o 16,9% i wyniosły 475,3 mln zł. W ujęciu netto najwięcej środków napłynęło na IKZE oferowane przez podmioty prowadzące działalność maklerską oraz TFI – odpowiednio, 882,1 mln zł (37,6%) i 847,2 mln zł (36,1%). Najmniejsze saldo napływów i odpływów zaobserwowano natomiast w zakładach ubezpieczeń – 150,9 mln zł (6,4%).

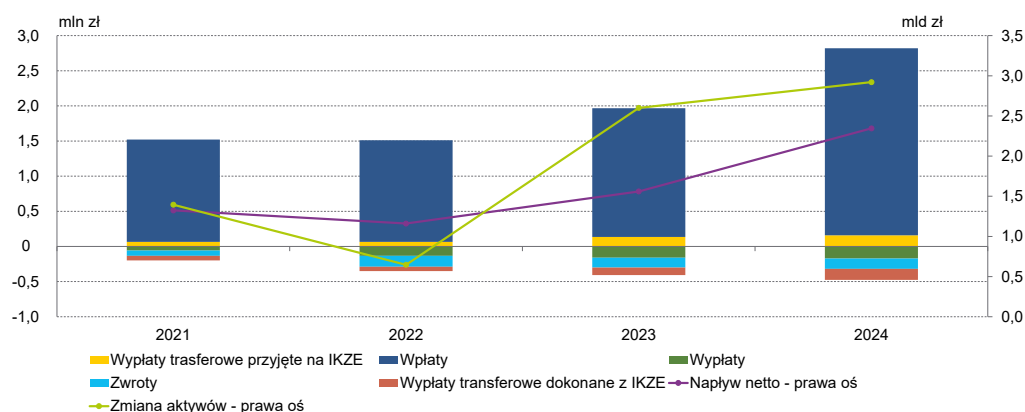
Wykres 4.7.13 Liczba IKZE oraz zgromadzone na nich aktywa (lewy panel), napływ oraz odpływ środków do/z IKZE (prawy panel) według podmiotów prowadzących konta w latach 2021–2024



Uwaga: lewy panel – kolory w legendzie dotyczą wykresu słupkowego i liniowego. Na wykresie słupkowym przedstawiono aktywa (lewa oś), a na wykresie liniowym liczbę IKZE (prawa oś). Prawy panel – napływ środków obejmuje wpłaty do IKZE oraz wypłaty transferowe przyjęte z IKZE, odpływ środków obejmuje wypłaty z IKZE, zwroty oraz wypłaty transferowe dokonane na IKZE.

Źródło: UKNF.

Wykres 4.7.14 Dekompozycja zmian wartości środków zgromadzonych na IKZE w latach 2021–2024

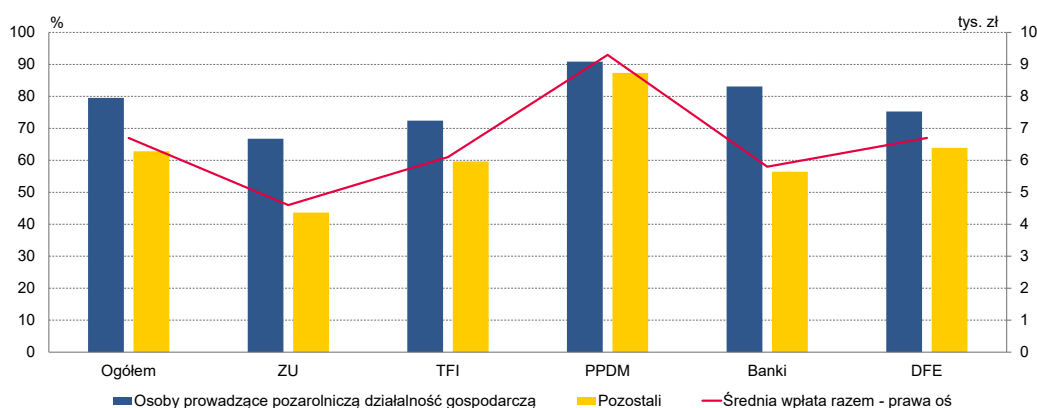


Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

W 2024 r. średnia wpłata na IKZE była o 59,5% wyższa niż w poprzednim roku i wyniosła 6,7 tys. zł. Więcej przekazywali na konta przedsiębiorcy – 11,2 tys. zł, wobec 5,9 tys. zł wpłacanych przez pozostałych oszczędzających. Prowadzący pozarolniczą działalność gospodarczą średnio skierowali na IKZE niemal dwukrotnie więcej niż pozostali, a także w większym stopniu

wykorzystali obowiązujący limit wpłat. Było to, odpowiednio, 79,5% oraz 62,8%²³⁹ (wykres 4.7.15). Przeciętnie najwyższe wpłaty skierowano na rachunki w podmiotach prowadzących działalność maklerską (9,3 tys. zł), a najniższe – na konta w zakładach ubezpieczeń (4,6 tys. zł).

Wykres 4.7.15 Średnie wpłaty przedsiębiorców i osób nieprowadzących działalności gospodarczej na IKZE w 2024 r. w zależności od podmiotów prowadzących konta



Uwaga: wykres kolumnowy prezentuje wysokość wpłat jako procent maksymalnego limitu wpłat dla danej grupy. Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Na koniec analizowanego okresu funkcjonowało 593,1 tys. IKZE, tj. o 15,2% więcej niż rok wcześniej. Udział aktywnych rachunków obniżył się natomiast z 84,4% na koniec 2023 r. do 67,1% na koniec 2024 r. Liczba kont zwiększyła się we wszystkich typach instytucji prowadzących IKZE, z wyjątkiem zakładów ubezpieczeń (podobnie jak w przypadku IKE). Największą liczbą kont zarządzały TFI (42,3%), a w drugiej kolejności podmioty prowadzące działalność maklerską (20,6%), w przypadku których zaobserwowano największy przyrost rachunków (43,3%). Najmniej IKZE prowadziły natomiast banki (7,1%). Ponadto najwyższym odsetkiem aktywnych kont charakteryzowały się podmioty prowadzące działalność maklerską (73,2%), a najmniejszym – zakłady ubezpieczeń (59,7%).

Większość oszczędzających na IKZE stanowili mężczyźni (52,8%). Tak jak w IKE dominowali oni wśród posiadaczy rachunków w podmiotach prowadzących działalność maklerską oraz dobrowolnych funduszach emerytalnych. Kobiety przeważały natomiast wśród oszczędzających na IKZE prowadzonych przez pozostałe instytucje. Struktura kont pod względem wieku i płci ich posiadaczy była podobna w przypadku IKE i IKZE. W grupie oszczędzających powyżej 51 lat było więcej kobiet, zaś w pozostałych – więcej mężczyzn.

²³⁹ Limit wpłat dla osób prowadzących pozarolniczą działalność gospodarczą był półtorakrotnie wyższy niż dla pozostałych osób. W 2024 r. wyniósł on, odpowiednio, 14 083,20 zł oraz 9 388,80 zł, a w 2023 r. – 12 483,00 zł i 8 322,00 zł. W 2023 r. przedsiębiorcy wpłacili na swoje konta średnio 6,8 tys. zł, co stanowiło 54,5% limitu, a pozostali uczestnicy – 3,8 tys. zł, wykorzystując 45,7% limitu.

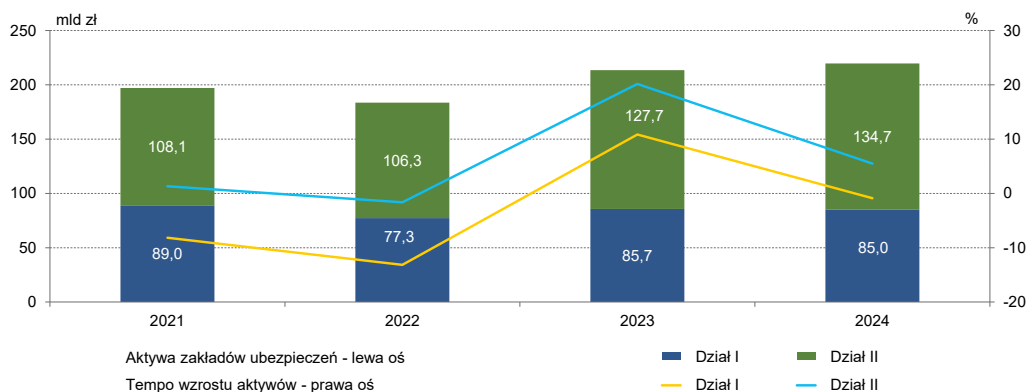
Na koniec 2024 r. IKZE oferowało 47 instytucji, o jedna mniej niż rok wcześniej. Zmiana ta wynikała z połączenia się zakładów ubezpieczeń umożliwiających oszczędzanie w tej formie. Liczba pozostałych instytucji nie zmieniła się. Jedno TFI i jeden z podmiotów prowadzących działalność maklerską zaprzestały oferowania rachunków w 2024 r., jednak w ich miejsce pojawiły się inne instytucje. Na koniec roku IKZE było dostępne w 21 TFI, dziewięciu podmiotach prowadzących działalność maklerską, ośmiu zakładach ubezpieczeń, sześciu PTE oraz trzech bankach.

4.8. Zakłady ubezpieczeń²⁴⁰

4.8.1. Wielkość sektora

Wartość aktywów sektora ubezpieczeń²⁴¹ na koniec 2024 r. wyniosła 219,7 mld zł, o ponad 6,2 mld zł więcej niż na koniec poprzedniego roku. Zakłady ubezpieczeń na życie (dział I) nieznacznie zmniejszyły sumę bilansową (o 0,8 mld zł), z kolei w towarzystwach ubezpieczeń majątkowych (dział II) odnotowano wzrost o 7 mld zł. W konsekwencji różnica między działami powiększyła się do prawie 50 mld zł, podczas gdy na koniec 2021 r. było to niecałe 20 mld zł (wykres 4.8.1). Główną przyczyną wzrostu tej przewagi w 2024 r. był napływ składki, której przyrost w większym stopniu dotyczył zakładów ubezpieczeń majątkowych.

Wykres 4.8.1. Aktywa sektora ubezpieczeń i tempo ich zmian w latach 2021–2024



Źródło: UKNF.

W Polsce na koniec 2024 r. działalność prowadziło 46 zakładów ubezpieczeń i jeden zakład reasekuracji, z czego 20 podmiotów funkcjonowało w dziale I, a 27 (w tym jeden zakład reasekuracji) w dziale II. W porównaniu z końcem 2023 r. liczba podmiotów sektora zmniejszyła się o pięć – trzy w dziale I i dwa w dziale II (tabela 4.8.1). Wynikało to z postawienia dwóch towarzystw w stan likwidacji (po jednym z obu działów)²⁴² oraz z fuzji podmiotów w ramach grupy kapitałowej. Trzy zakłady ubezpieczeń na życie połączyły się w jeden²⁴³, a w dziale II dwa²⁴⁴. W formie spółki akcyjnej działalność prowadziło 40 instytucji (19 towarzystw na życie

²⁴⁰ Analiza dotyczy krajowych zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji.

²⁴¹ Informacje dla zakładów ubezpieczeń bazują na danych raportowanych na potrzeby wypłacalności. Dane obejmujące wyniki techniczne i finansowe pochodzą ze sprawozdań statutowych.

²⁴² 1 listopada 2024 r. rozpoczęła się likwidacja Polski Gaz TUW na Życie oraz Polski Gaz TUW. Dodatkowo od 2020 r. trwa likwidacja TUV Medicum.

²⁴³ 1 października 2024 r. nastąpiło połączenie Vienna Insurance Life TUnŻ, AEGON oraz Compensa TUnŻ. Informacja o połączeniu na stronie internetowej.

²⁴⁴ 1 lipca 2024 r. Compensa TU połączyła się z Wiener TU. Informacja o połączeniu na stronie internetowej.

i 21 majątkowych), a tylko siedem jako towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych (jedno w zakresie ubezpieczeń na życie, a sześć w dziale II).

Tabela 4.8.1. Zakłady ubezpieczeń i reasekuracji prowadzące działalność w Polsce w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Zakłady ubezpieczeń i reasekuracji	55	53	52	47
Dział I – ubezpieczenia na życie	25	24	23	20
Dział II – ubezpieczenia majątkowe	30	29	29	27

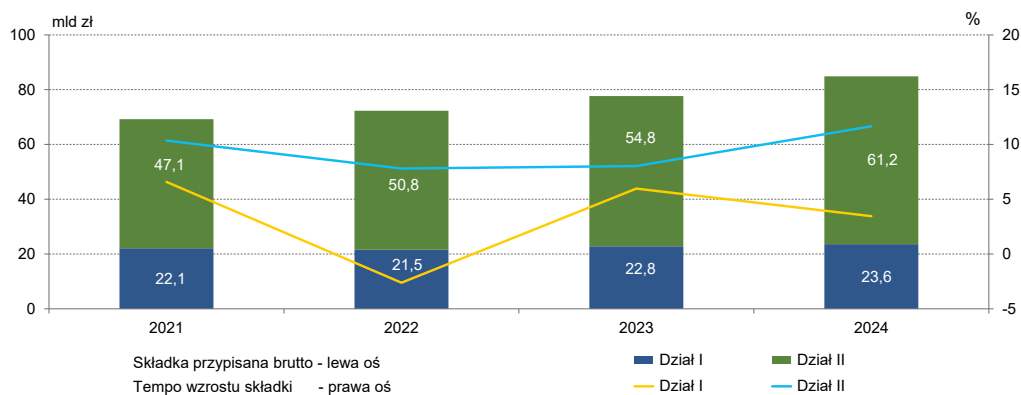
Uwagi: zakład reasekuracji został zaliczony do podmiotów prowadzących działalność w dziale II. W tabeli nie uwzględniono zakładów w likwidacji.

Źródło: UKNF.

Składka przypisana brutto zakładów ubezpieczeń w 2024 r. wyniosła 84,9 mld zł, o 7,2 mld zł więcej niż rok wcześniej. W obu działach odnotowano jej wzrost, jednak tempo zmian było ponad trzykrotnie większe w dziale II (wykres 4.8.2). Zakłady ubezpieczeń na życie zebrały 23,6 mld zł (o 0,8 mld zł więcej niż w poprzednim roku), a podmioty ubezpieczeń majątkowych 61,2 mld zł (o 6,4 mld zł więcej niż w 2023 r.). Wyższe przychody w zakładach działu I były generowane m.in. przez ubezpieczenia zdrowotne oraz ubezpieczenia na wypadek utraty dochodów, sprzedawane jako uzupełnienie umów na życie. W dziale II największy wzrost składki dotyczył ubezpieczeń OC posiadaczy pojazdów mechanicznych, AC oraz ubezpieczeń od ognia i innych szkód rzeczowych.

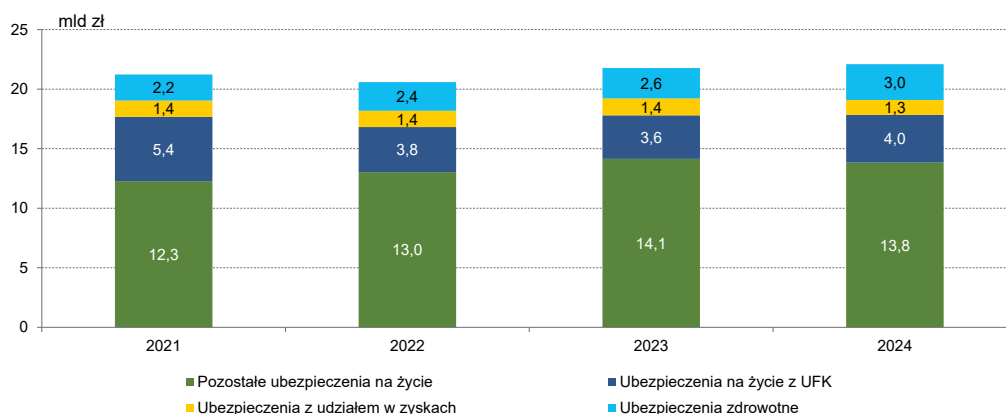
W 2024 r. w ubezpieczeniach na życie najwięcej składki wpłacono z tytułu pozostałych ubezpieczeń na życie – 13,8 mld zł, mimo niewielkiego spadku w porównaniu z poprzednim rokiem. W tej linii biznesowej znajdowały się tradycyjne ubezpieczenia na życie i dożycie. Główną rolę w tym obszarze odgrywały pracownicze polisy grupowe oraz indywidualnie kontynuowane (po przejściu na emeryturę lub zmianie pracy). Ponadto istotną część, podobnie jak w roku poprzednim, stanowiły ubezpieczenia, w których wypłata świadczenia była zbliżona do wpłaconej, zwykle jednorazowej składki. Z kolei indywidualne ubezpieczenia terminowe na życie stanowiły niewielki udział w tym segmencie. Po raz pierwszy od 2017 r. wzrosła składka z ubezpieczeń z UFK i w 2024 r. wyniosła 4 mld zł, o 0,4 mld zł więcej niż rok wcześniej. Za tę zmianę częściowo odpowiadała reklasyfikacja produktów z innej linii biznesowej. Największy wzrost (o 0,5 mld zł) zaobserwowano w przypadku ubezpieczeń zdrowotnych (wykres 4.8.3). Umowy te były zawierane zarówno w formie grupowej, jak i indywidualnej, natomiast w produktach z udziałem w zyskach przeważało uczestnictwo indywidualne. Ponadto istotną część zebranej składki stanowiły produkty ochronne będące uzupełnieniem kredytów i pożyczek.

Wykres 4.8.2. Składka przypisana brutto zakładów ubezpieczeń i tempo jej zmian w latach 2021–2024



Źródło: UKNF.

Wykres 4.8.3. Składka przypisana brutto w dziale ubezpieczeń na życie według linii biznesowych w latach 2021–2024

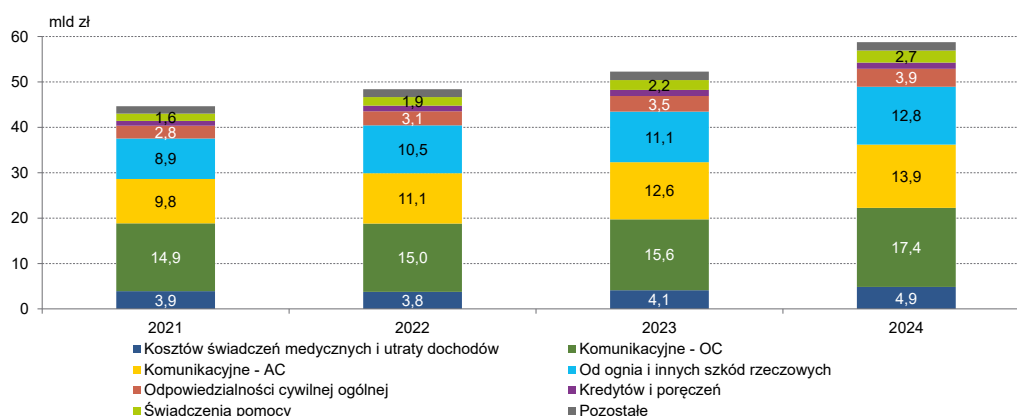


Uwaga: na wykresie przedstawiono składkę z ubezpieczeń bezpośrednich.

Źródło: UKNF.

Struktura składki w dziale II nie zmieniała się istotnie. Dominowały ubezpieczenia komunikacyjne – obowiązkowe OC i dobrowolne AC, które odpowiadały za ponad połowę składki z działalności bezpośredniej. Ponadto znaczną część przychodów stanowiły ubezpieczenia od ognia i innych szkód rzeczowych. Te trzy główne linie biznesowe odnotowały 12% wzrost. Relatywnie największa zmiana dotyczyła natomiast ubezpieczeń kosztów świadczeń medycznych i utraty dochodów oraz świadczenia pomocy (wykres 4.8.4).

Wykres 4.8.4. Składka przypisana brutto w dziale ubezpieczeń majątkowych według linii biznesowych w latach 2021–2024



Uwaga: na wykresie przedstawiono składkę z ubezpieczeń bezpośrednich.

Źródło: UKNF.

W 2024 r. w krajowym sektorze ubezpieczeń przeważały podmioty z dominującym kapitałem zagranicznym. Ich udział w składce przypisanej brutto wzrósł do 58,1% (wykres 4.8.5). Akcjonariuszami tych zakładów były głównie holdingowe spółki ubezpieczeniowe. Na koniec 2024 r. działalność w Polsce na zasadzie swobody świadczenia usług wykonywało 591 zakładów ubezpieczeń z państw należących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego, natomiast w formie oddziału notyfikację posiadały cztery zakłady ubezpieczeń na życie, 19 zakładów ubezpieczeń majątkowych oraz jeden zakład reasekuracji. W 2024 r. do KNF wpłynęło 11 zawiadomień od zagranicznych podmiotów o zamiarze podjęcia transgranicznej działalności ubezpieczeniowej na zasadzie swobody świadczenia usług oraz jedno zawiadomienie odnośnie do podjęcia działalności w formie oddziału²⁴⁵. Wśród krajowych podmiotów tylko trzy z działu I oraz dziewięć z działu II zebrały składkę z działalności prowadzonej poza granicami Polski. Jednak stanowiła ona znikomy udział w przychodach tych podmiotów, około 1% składki przypisanej brutto.

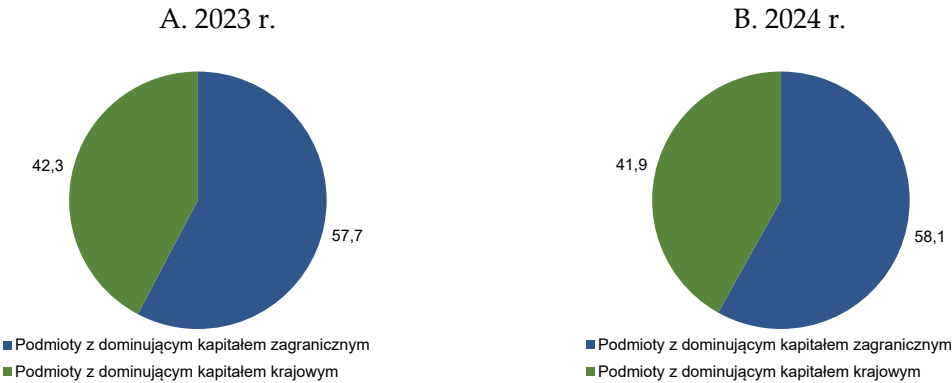
W 2024 r. współczynniki koncentracji w sektorze ubezpieczeń ponownie się zwiększyły. W każdym z działów pięć największych podmiotów odpowiadało za ponad ¾ zebranej składki, a powyżej 90% przychodów należało do 10 największych zakładów (tabela 4.8.2). Większy wzrost koncentracji w dziale I wynikał z umacniania pozycji przez liderów. Fuzje, które miały miejsce w 2024 r., w znacznie mniejszym stopniu wpłynęły na tę zmianę.

Na koniec 2024 r. dystrybucją ubezpieczeń zajmowało się 28 365 agentów ubezpieczeniowych, 174 512 osób wykonujących czynności agencyjne, 1 418 brokerów ubezpieczeniowych oraz 64 brokerów reasekuracyjnych. W porównaniu z końcem 2023 r. istotnie (o ponad 100 tys.) spadła liczba osób fizycznych wykonujących czynności agencyjne. W sprzedaży ubezpieczeń największy udział mieli agenci ubezpieczeniowi, którzy zebrali 67,5% składki (wzrost o 0,5 pkt proc.).

²⁴⁵ Sprawozdanie z działalności Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego oraz Komisji Nadzoru Finansowego w 2024 roku, materiał dostępny na stronie <https://www.knf.gov.pl/>.

Szczególną rolę odgrywali oni w ubezpieczeniach indywidualnych na życie oraz majątkowych. Wśród agentów dominowały osoby prawne, które zebrały dwukrotnie więcej składki niż osoby fizyczne. W 2024 r. spadło natomiast znaczenie *bancassurance*, z 6,9% do 6,4%, głównie w sprzedaży indywidualnych umów na życie. Mimo mniejszego udziału instytucji kredytowych w dystrybucji po cztery podmioty obu działów były silnie uzależnione od banków. Zakłady te udzielały ochrony głównie za pośrednictwem tych podmiotów lub firm powiązanych z nimi i w zdecydowanej większości oferowały ubezpieczenia dedykowane innym produktom finansowym – kredytom, pożyczkom i leasingowi. Łącznie te zakłady zebrały 2,5 mld zł składki. Brokerzy ubezpieczeniowi utrzymali swój udział w rynku, a ich domeną nadal były grupowe ubezpieczenia na życie oraz ubezpieczenia majątkowe (tabela 4.8.3).

Wykres 4.8.5. Struktura składki sektora ubezpieczeń w Polsce według pochodzenia kapitału podstawowego zakładów w 2023 i 2024 r. (w %)



Źródło: UKNF.

Tabela 4.8.2. Współczynniki koncentracji sektora ubezpieczeń w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Dział I – ubezpieczenia na życie				
CR5 (w %)	67,1	70,2	72,7	77,8
CR10 (w %)	83,9	86,3	88,2	93,6
HHI	0,1873	0,1944	0,1978	0,2207
Dział II – ubezpieczenia majątkowe				
CR5 (w %)	71,3	71,8	71,9	75,6
CR10 (w %)	87,2	88,5	88,0	90,9
HHI	0,1424	0,1462	0,1465	0,1537

Uwaga: w tabeli przedstawiono udział w składce przypisanej brutto pięciu i dziesięciu największych podmiotów oraz współczynnik HHI.

Źródło: UKNF.

Tabela 4.8.3. Udział kanałów dystrybucji według pozyskanej składki w 2023 i 2024 r. (w %)

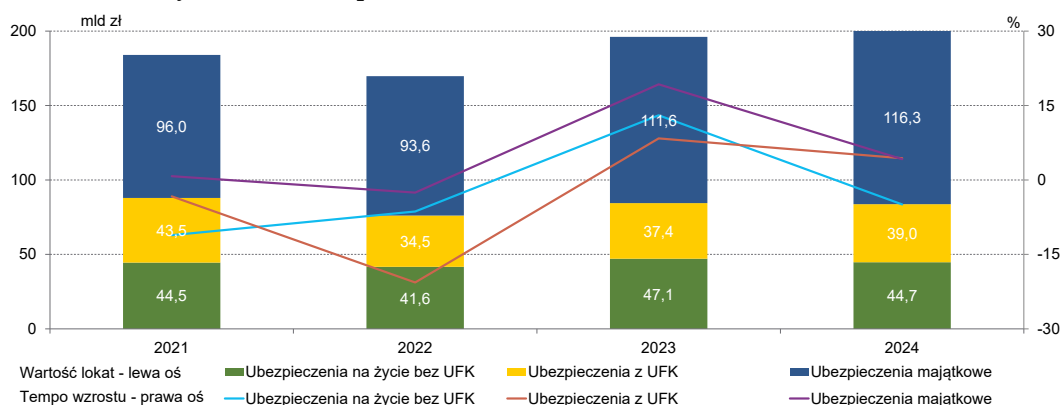
Kanały dystrybucji	Ubezpieczenia indywidualne na życie		Ubezpieczenia grupowe na życie		Ubezpieczenia majątkowe	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Sprzedaż bezpośrednia	21,6	22,8	57,6	58,7	30,6	29,7
Agenci ubezpieczeniowi	78,4	77,2	42,4	41,3	68,5	69,6
- w tym banki	26,9	25,3	1,5	1,5	3,0	2,9
Brokerzy	0,4	0,3	34,6	35,9	22,6	22,1
Inne kanały dystrybucji	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,7

Uwaga: brokerzy zostali uwzględnieni zarówno w swojej pozycji, jak i w pozycji sprzedaż bezpośrednia lub agenci ubezpieczeniowi, w zależności od tego, który podmiot uczestniczył przy zawarciu lub obsłudze umowy ubezpieczenia.

Źródło: UKNF.

4.8.2. Lokaty zakładów ubezpieczeń²⁴⁶

Wartość lokat zakładów ubezpieczeń na koniec 2024 r. przekroczyła 200 mld zł, o 4 mld zł więcej niż na koniec poprzedniego roku. Wzrost obserwowano jedynie w podmiotach działu II (o 4,7 mld zł), lokaty działu I spadły o 0,7 mld zł. W ubezpieczeniach majątkowych przyrost lokat był spowodowany większą składką napływającą do zakładów. Na koniec analizowanego okresu różnica w wartości lokat między działami przekroczyła 30 mld zł (wykres 4.8.6).

Wykres 4.8.6. Lokaty sektora ubezpieczeń w latach 2021–2024

Źródło: UKNF.

Na koniec 2024 r. lokaty zakładów ubezpieczeń na życie (z wyłączeniem UFK) wyniosły 44,7 mld zł. Mimo spadku o 2,3 mld zł, wynikającego z reklasyfikacji aktywów między liniami biznesowymi, ich struktura nie zmieniła się istotnie. Podobnie jak w poprzednich latach

²⁴⁶ W lokatach uwzględniono także pożyczki, nieruchomości wykorzystywane na własne cele oraz środki pieniężne.

dominowały skarbowe papiery wartościowe²⁴⁷ (wykres 4.8.7), które stanowiły prawie 70% inwestycji. W większości były to instrumenty krajowe. Obligacje zagraniczne stanowiły jedynie 5% skarbowych papierów wartościowych. Wśród krajowych instrumentów ponad jedna trzecia była jedynie gwarantowana przez Skarb Państwa. Drugą kategorią lokat były tytuły uczestnictwa, których udział wyniósł 11%. W analizowanym okresie ich wartość się nie zmieniła. Przede wszystkim były to instrumenty krajowych funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych stosujących politykę inwestycyjną funduszu zamkniętego.

Wartość lokat UFK na koniec 2024 r. wyniosła 39 mld zł, o 1,6 mld zł więcej niż na koniec poprzedniego roku. Saldo napływu netto środków pozostawało ujemne, mimo wzrostu składki oraz spadku wypłat. Fundusze wypracowały zysk z działalności inwestycyjnej, jednak wyniki były mniejsze niż w poprzednim roku, co nie wystarczyło na pełne pokrycie odpływu netto środków. W strukturze lokat nastąpiły zmiany – wzrosła wartość skarbowych papierów wartościowych (do 14% aktywów), a spadła wartość tytułów uczestnictwa. Jednak w dalszym ciągu znakomita większość aktywów (77%) była ulokowana w instrumenty instytucji zbiorowego inwestowania. Wśród tytułów uczestnictwa dominowały zbywane lub emitowane przez krajowe podmioty, w tym zwłaszcza fundusze otwarte. Pod względem polityki inwestycyjnej nadal dominowały jednostki uczestnictwa funduszy papierów dłużnych.

Lokaty zakładów ubezpieczeń majątkowych wzrosły o 4,7 mld zł, do 116,3 mld zł na koniec 2024 r. Prawie połowa środków była zainwestowana w skarbowe papiery wartościowe. Ich udział w lokatach nieznacznie się zwiększył, co było spowodowane nabywaniem nowych instrumentów. Dwa razy mniejszą wartość niż papiery skarbowe miały akcje i udziały, w większości jednostek zależnych. Trzecią pod względem wielkości kategorią lokat były tytuły uczestnictwa, głównie certyfikaty inwestycyjne funduszy zamkniętych oraz jednostki uczestnictwa SFIO stosujących politykę inwestycyjną funduszu zamkniętego.

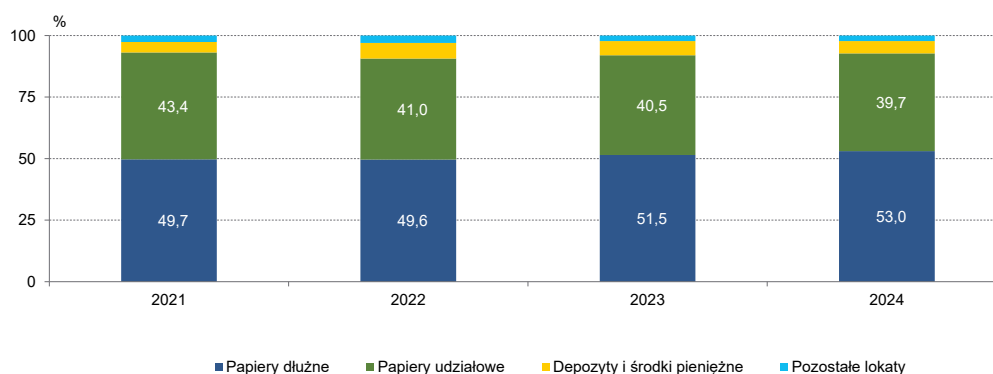
Zakłady ubezpieczeń chętnie nabywały papiery emitowane przez Skarb Państwa. Obligacje skarbowe stanowiły 30% lokat sektora ubezpieczeń. W 2024 r. spadł jednak udział zakładów ubezpieczeń w rynku tych instrumentów, z 6,9% do 6,1%, co było związane z kilkakrotnie wyższym tempem wzrostu podaży obligacji względem tempa zmian aktywów sektora ubezpieczeń. W portfelach ubezpieczycieli dominowały obligacje stałokuponowe, których udział wyniósł ponad 80%. W analizowanym okresie *duration* tej części lokat wzrosło, z 4,9 do 5,0.

W 2024 r. utrzymywały się silne powiązania zakładów ubezpieczeń z innymi podmiotami finansowymi, w szczególności z funduszami inwestycyjnymi. Tytuły uczestnictwa stanowiły prawie 25% lokat sektora (47,3 mld zł). Nieznacznie zmieniła się jednak struktura tego portfela, spadła wartość krajowych instrumentów na rzecz zagranicznych. Ekspozycja na inne instytucje

²⁴⁷ W pozycji skarbowe papiery wartościowe uwzględniono papiery emitowane lub gwarantowane przez rządy centralne, banki centralne oraz instytucje na szczeblu ponadnarodowym.

finansowe (niebędące bankami, zakładami ubezpieczeń, czy funduszami inwestycyjnymi) nieznacznie wzrosła (o 0,1 mld zł, do 7,4 mld zł), przy równoczesnym zwiększeniu udziału zagranicznych podmiotów.

Wykres 4.8.7. Struktura lokat zakładów ubezpieczeń w latach 2021–2024



Źródło: UKNF.

Zaangażowanie zakładów ubezpieczeń w sektor bankowy na koniec 2024 r. wyniosło 22,8 mld zł, podobnie jak na koniec poprzedniego roku. Ponad połowę stanowiły akcje krajowych instytucji kredytowych, których wartość nieznacznie spadła. Wzrosła natomiast (o 0,7 mld zł) wartość instrumentów dłużnych krajowych banków, do 3,2 mld zł na koniec roku, wśród których dominowały obligacje emitowane w celu spełnienia wymogu MREL. Z kolei instrumenty dłużne zagranicznych banków utrzymały się na podobnym poziomie (2,9 mld zł). Nie zmieniła się wartość depozytów bankowych (4,4 mld zł). Aktywa bankowe cieszyły się większą popularnością wśród zakładów ubezpieczeń majątkowych (18,8 mld zł). Z kolei zaangażowanie we własny sektor było nieco mniejsze niż w instytucje kredytowe. Instrumenty emitowane przez podmioty ubezpieczeniowe lub udzielone przez zakłady pożyczki stanowiły mniej niż 10% lokat sektora.

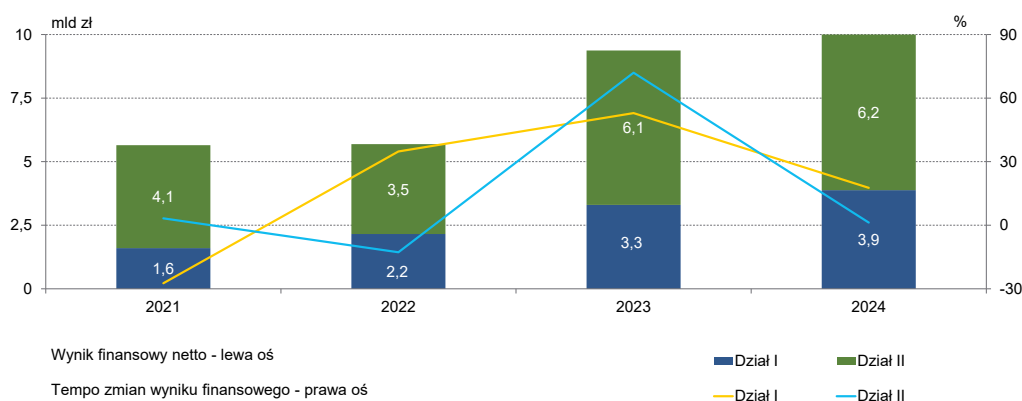
Krajowe zakłady ubezpieczeń nie finansowały na znaczną skalę sfery realnej. Na koniec 2024 r. instrumenty dłużne wyemitowane przez podmioty sektora niefinansowego oraz udzielone tym podmiotom pożyczki wyniosły 6,1 mld zł, podobnie jak na koniec poprzedniego roku. Stanowiło to jedynie 3% lokat. Zaangażowanie w nieruchomości wciąż odgrywało marginalną rolę (2% lokat).

4.8.3. Wyniki finansowe sektora

W 2024 r. zysk netto zakładów ubezpieczeń przekroczył 10 mld zł, tym samym sektor poprawił rekordowy dotychczas wynik z 2023 r. Za wzrost tej pozycji odpowiadały zakłady ubezpieczeń na życie, które wypracowały w analizowanym okresie 3,9 mld zł zysku, o 0,6 mld zł więcej niż rok wcześniej. Z kolei wynik podmiotów działu II wyniósł 6,2 mld zł, podobnie jak w poprzednim roku (wykres 4.8.8). Największe towarzystwa obu działów w większym stopniu wpływały na

wynik finansowy niż wynikałoby to z ich partycypacji w składce, czy aktywach. W dziale I wszystkie podmioty odnotowały zysk netto, a w dziale II cztery zakłady poniosły stratę w łącznej wysokości 0,2 mld zł. Jednocześnie zwiększył się wynik techniczny działu I (z 4,1 mld zł do 4,5 mld zł), a działu II spadł (z 2,9 mld zł do 2,0 mld zł). Jednak działalność inwestycyjna, w tym wyższe przychody z dywidend, pozwoliła zrekompensować spadek wyniku z działalności podstawowej ubezpieczeń majątkowych.

Wykres 4.8.8. Wyniki finansowe sektora ubezpieczeń w latach 2021–2024



Uwaga: dane ze statutowych sprawozdań finansowych.

Źródło: UKNF.

Skala wzrostu wyniku technicznego działu I w 2024 r. była zdecydowanie mniejsza niż rok wcześniej, kiedy zysk zwiększył się o 1,3 mld zł. Za tę zmianę odpowiadały produkty grupy 1 (ubezpieczenia na życie i dożycie), które wypracowały 1,7 mld zł zysku, o 0,3 mld zł więcej niż w poprzednim roku. Na lepszą sytuację w tej grupie wpłynęła głównie mniejsza wartość zmiany stanu rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, co wynikało z poprawy parametrów śmiertelności wykorzystywanych do kalkulacji przyszłych zobowiązań. Nie zmieniła się jednak składka pobierana za ochronę ubezpieczeniową, co doprowadziło do spadku oczekiwanej wartości dla klienta (ramka 4.8.1). Pozytywny wpływ czynników aktuarialnych na wynik techniczny został w części zniwelowany mniejszymi zyskami z inwestycji²⁴⁸. Największy udział w wyniku działu miały niezmiennie ubezpieczenia grupy 5 (ubezpieczenia chorobowe i wypadkowe będące uzupełnieniem umów na życie), które w 2024 r. przyniosły 2,1 mld zł zysku (o 0,1 mln zł więcej niż rok wcześniej), co stanowiło ¼ składki. Ubezpieczenia z UFK wypracowały wynik w wysokości 0,6 mld zł, podobnie jak w roku poprzednim.

²⁴⁸ W rachunku technicznym zakładów ubezpieczeń na życie ujmują się także zyski i straty z lokat.

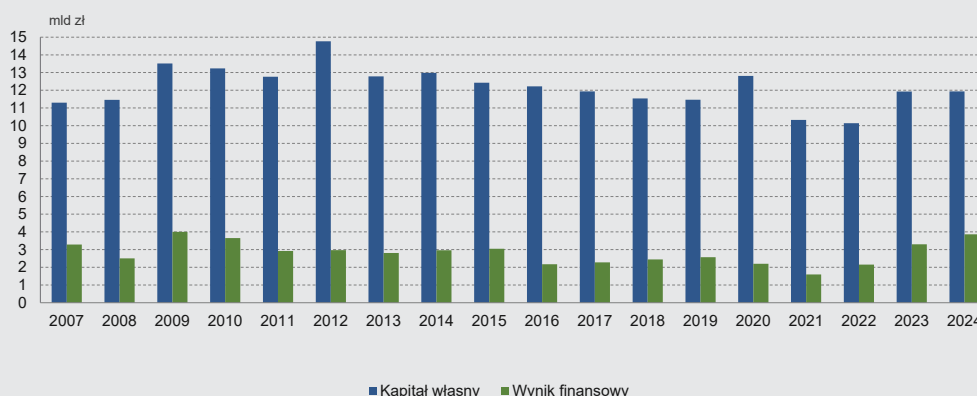
Ramka 4.8.1. Zyskowność zakładów ubezpieczeń na życie w Polsce

Krajowe zakłady ubezpieczeń na życie od lat utrzymują wysoką zyskowność prowadzonej działalności. Rentowność kapitału własnego znajdowała się na poziomach osiąganych jedynie przez TFI czy PTE¹, choć te ostatnie instytucje dysponowały kilkakrotnie niższymi kapitałami. Polskie zakłady ubezpieczeń na życie wyróżniały się także na tle innych krajów. W latach 2010–2019 średnia wysokość ROE europejskich podmiotów wyniosła 10,7%², podczas gdy w tym samym czasie średni wskaźnik dla krajowych zakładów ubezpieczeń na życie kształtował się na poziomie 22,8%.

Wyniki działu I

Zakłady ubezpieczeń na życie osiągnęły w 2024 r. wynik w wysokości 3,88 mld zł. Był to drugi najwyższy rezultat w historii (wykres I). W latach 2007–2023 dział I wypracował 47,1 mld zł zysku, z czego wypłacił 45,5 mld zł dywidendy. Tym samym zyski nie powiększały kapitału tych podmiotów. Taka polityka zakładów ograniczała możliwości dalszego wzrostu sprzedaży, jak również rozwoju niektórych produktów, takich jak renta dożywotnia. Wysoki poziom wypłacalności towarzystw również nie skłaniał do akumulacji zysków.

Wykres I. Wyniki finansowe i kapitał własny w latach 2007–2024



Źródło: UKNF.

Zyski generowane przez podmioty działu I (z wyłączeniem grupy 3) pochodziły zarówno z działalności lokacyjnej, jak i typowo ubezpieczeniowej (różnicy między przychodami w formie składki a świadczeniami, zmianą stanu rezerw techniczno-ubezpieczeniowych oraz kosztami działalności ubezpieczeniowej). W latach 2016–2024 krajowe zakłady nigdy nie odnotowały ujemnego wyniku z działalności ubezpieczeniowej (tabela 1), mimo że okres ten obejmował m.in. czas pandemii COVID-19 oraz związanych z tym zwiększonych wypłat świadczeń z tytułu zgonów. Po pandemii zaobserwowano ponadto wzrost wyniku z działalności ubezpieczeniowej, co przełożyło się na zwiększenie wyniku technicznego. Za ten wzrost odpowiadał przede wszystkim bardzo istotny przyrost składki. Tak wysokie zyski z działalności ubezpieczeniowej mogą świadczyć o nieuwzględnieniu przez ubezpieczycieli przychodów z inwestycji przy kalkulacji składki. Im wyższa potencjalna stopa zwrotu, tym niższa powinna być płacona przez klienta składka.

W ubezpieczeniach z UFK zyskiem zakładu są głównie opłaty za zarządzanie oraz opłaty za ochronę ubezpieczeniową. W krajowym sektorze funkcja ochronna tych ubezpieczeń jest jednak zmarginalizowana i w większości są to produkty o charakterze zbliżonym do inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszu inwestycyjnego. Jednak koszty ponoszone przez uczestników są większe niż w przypadku funduszy inwestycyjnych, przez co zysk w grupie 3 w latach 2016–2024 wyniósł średnio 0,5 mld zł rocznie, co

stanowiło 1% średniej wartości aktywów netto ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych. W tym samym czasie średni zysk brutto TFI w relacji do średniej wartości aktywów netto funduszy wyniósł 0,3%.

Tabela I. Wyniki techniczne działu I w latach 2016–2024 (w mld zł)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Wynik z działalności ubezpieczeniowej (bez grupy 3)	1,4	1,2	1,3	1,4	1,4	0,5	1,1	1,5	2,0
Wynik z działalności inwestycyjnej (bez grupy 3)	1,3	1,4	1,3	1,4	1,3	0,9	1,1	1,9	1,9
Wynik techniczny (bez grupy 3)	2,7	2,6	2,6	2,8	2,7	1,5	2,3	3,5	3,9
Wynik techniczny	2,9	3,0	3,1	3,3	3,0	2,1	2,8	4,1	4,5

Źródło: UKNF.

O zdolności krajowych zakładów ubezpieczeń na życie do generowania zysków świadczyła relacja wyniku z działalności ubezpieczeniowej do składki przypisanej brutto. Poza działalnością w grupie 3, w latach 2016–2024 ta relacja wynosiła średnio 8%, natomiast iloraz wyniku technicznego do składki wyniósł 17%. Dla porównania dla pięciu największych zakładów ubezpieczeń na życie w Niemczech³ relacja wyniku z działalności ubezpieczeniowej do składki była ujemna (–14,8%), a wynik techniczny, który uwzględniał również zyski z działalności lokacyjnej, ukształtował się na poziomie 3% składki⁴. Różnica ta wskazywała na niewspółmierność składki płaconej przez ubezpieczających w Polsce w stosunku do wypłacanych odszkodowań i kosztów ponoszonych przez ubezpieczycieli. Mechanizmy rynkowe działające w krajowym dziale ubezpieczeń na życie są zbyt słabe, co prowadzi do niewystarczającej konkurencji cenowej między podmiotami.

Powyższe dysproporcje w zakresie zyskowności potwierdzają również dane OECD. Wynik finansowy netto wypracowany w latach 2016–2021 przez niemieckie zakłady ubezpieczeń na życie w relacji do składki przypisanej brutto kształtował się średnio na poziomie 0,6%, podczas gdy w Polsce relacja ta wyniosła 10% (tabela 2). Tym samym niemieckie zakłady ubezpieczeń wykazywały istotnie niższą zyskowność niż krajowe podmioty.

Tabela II. Wynik finansowy netto w relacji do składki przypisanej brutto ubezpieczeń na życie w latach 2016–2021 (w %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Średnia
Niemcy	0,4	0,7	1,0	0,9	0,3	0,4	0,6
Polska	9,4	9,3	11,3	12,1	10,6	7,4	10,0

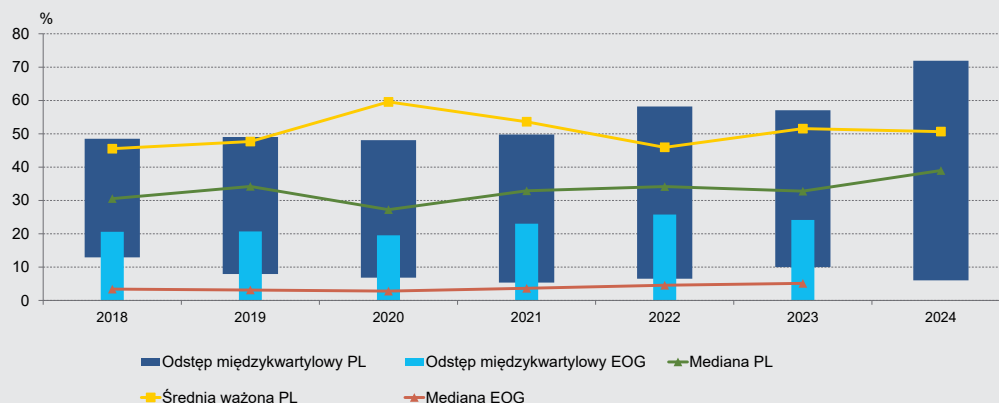
Źródło: UKNF, OECD.

Oczekiwane zyski z przyszłych składek

Krajowe zakłady ubezpieczeń na życie wyróżniały się na tle europejskim ponadprzeciętną wartością oczekiwanych zysków z przyszłych składek (*expected profits included in future premiums*, EPIFP). Zgodnie z art. 1 ust. 46 rozporządzenia delegowanego 2015/35 jest to *oczekiwana wartość obecna przyszłych przepływów pieniężnych, które wynikają z włączenia do rezerw techniczno-ubezpieczeniowych składek odnoszących się do obecnych umów ubezpieczenia i umów reasekuracji, których uzyskanie w przyszłości jest spodziewane, ale które może nie nastąpić z jakiegokolwiek powodu, z przyczyn innych niż zdarzenie ubezpieczeniowe, bez względu na ustawowe lub zawarte w umowie uprawnienia ubezpieczającego do braku kontynuacji umowy*. Przyszłe zyski, w tym marże, pomniejszają rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe, a tym samym zwiększają środki własne. Wysoka relacja EPIFP do rezerw czy środków własnych świadczy o tym, że ubezpieczenia są wyjątkowo drogie.

W Polsce udział EPIFP w środkach własnych wyniósł na koniec 2024 r. 51%, podobnie jak w latach 2018–2024. Poziom ten znacznie przekraczał wartości obserwowane w krajach europejskich, gdzie mediana tego wskaźnika znajdowała się z reguły poniżej 4% (wykres II).

Wykres II. Relacja EPIFP do środków własnych zakładów ubezpieczeń na życie w Polsce i EOG w latach 2018–2024

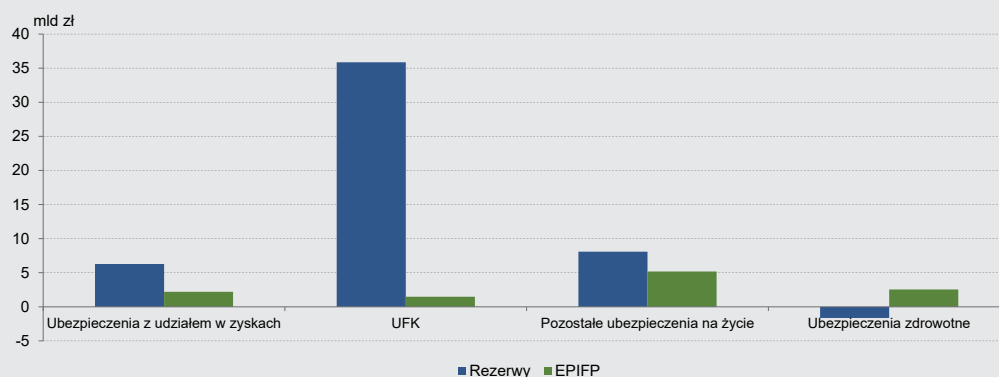


Uwagi: brak danych EOG na koniec 2024 r.

Źródło: UKNF, EIOPA.

Na koniec 2024 r. wartość EPIFP w zakładach ubezpieczeń na życie wyniosła 11,6 mld zł, przy czym największe zyski z przyszłych składek zanotowano w linii biznesowej pozostałe ubezpieczenia na życie (wykres III). Obejmowała ona m.in. ubezpieczenia kontynuowane z ubezpieczeń grupowych, które z reguły oferują bardzo niską wartość świadczenia z tytułu zgonu w relacji do wpłacanych składek.

Wykres III. EPIFP i rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe w podziale na linie biznesowe na koniec 2024 r.



Źródło: UKNF.

Wysoki udział EPIFP w środkach własnych ubezpieczeń na życie nie wpływa na poprawę stabilności sektora. Mimo zaliczenia ich do najwyższej kategorii kapitału nie poprawiają one rzeczywistej odporności zakładów. Zyski z przyszłych składek pokrywają bowiem straty na zasadzie *gone concern* (podobnie jak zobowiązania podporządkowane czy podatki odroczone), gdyż ich użycie jest możliwe dopiero przy przeniesieniu portfela ubezpieczeń do innego podmiotu lub likwidacji działalności. Brak uwzględnienia EPIFP w środkach własnych skutkowałby istotnym zmniejszeniem współczynnika wypłacalności działu I (z 266% do 183%), a w pięciu podmiotach środki spadłyby poniżej kapitałowego wymogu wypłacalności.

¹ Wskaźnik ROE zakładów ubezpieczeń na życie w 2024 r. wyniósł 33,7%, TFI – 42,9%, PTE – 29,3%.

² Dane na podstawie Swiss Re Institute, Sigma No 4/2023.

³ Próba obejmowała pięć największych podmiotów (Allianz Lebensversicherung, Generali, Debeka, RV Lebensversicherung oraz Alte), których aktywa stanowiły 43,1% działu ubezpieczeń na życie w Niemczech. Ze względu na brak szczegółowych danych, w analizie ujęto wszystkie grupy ubezpieczeń, również ubezpieczenia z UFK, które stanowią jedynie 14% rezerw techniczno-ubezpieczeniowych.

⁴ Dane za 2022 r.

W przeciwieństwie do zakładów działu I wynik techniczny ubezpieczeń majątkowych spadł o 30%. Zakłady wypracowały 1,8 mld zł z bezpośredniej działalności ubezpieczeniowej. Za mniejszy zysk działu II odpowiadały grupy 8 i 9 (ubezpieczenia szkód spowodowanych żywiołami i pozostałych szkód rzeczowych) oraz ubezpieczenia komunikacyjne OC. Główną przyczyną spadku w grupach 8 i 9 była powódź z września 2024 r. Z kolei ubezpieczenia OC pogłębiły stratę do 0,5 mld zł (z 0,1 mld zł). Wzrost składki nie nadążył bowiem za rosnącymi odszkodowaniami i kosztami działalności. W zysku technicznym działu II największy udział (43%) miały ubezpieczenia komunikacyjne AC. Najbardziej rentowną linią biznesową pozostawały ubezpieczenia wypadkowe, które wypracowały 0,4 mld zł zysku, przy składce na poziomie 1,6 mld zł.

Istotnymi kosztami obciążającymi zakłady ubezpieczeń były podatek dochodowy oraz podatek od niektórych instytucji finansowych²⁴⁹. W 2024 r. podmioty sektora zapłaciły 1,7 mld zł podatku dochodowego (0,8 mld zł i 0,9 mld zł, odpowiednio, w dziale I i II), tj. o 0,2 mld zł mniej niż w 2023 r. Efektywna stopa opodatkowania wyniosła 13% w dziale II i 17% w towarzystwach ubezpieczeń na życie. Wynikało to z udziału zwolnionych z podatku dywidend jednostek zależnych w przychodach działu II. Płatnikami podatku od niektórych instytucji finansowych były zakłady ubezpieczeń wchodzące w skład grupy kapitałowej i której jednostką dominującą był podmiot krajowy. Podatek ten był naliczany od aktywów, które przekraczały 2 mld zł²⁵⁰. W 2024 r. było nim objętych około połowy zakładów ubezpieczeń, a jego szacunkowa wartość wyniosła 0,8 mld zł, tj. o około 0,1 mld zł więcej niż rok wcześniej ze względu na większe aktywa oraz dokonane połączenia podmiotów.

4.8.4. Wybrane wskaźniki techniczne sektora i reasekuracja

W 2024 r. zwiększyły się współczynniki szkodowości²⁵¹ działu II. Szkodowość na bazie brutto wyniosła 65,9%, o 4,5 pkt proc. więcej niż w poprzednim roku. Na udziale własnym wzrost był nieco mniejszy, o 2,6 pkt proc., przez co współczynnik ten wyniósł 64%. Główną przyczyną wyższych wartości były straty wywołane powodzią. Ponadto w ubezpieczeniach

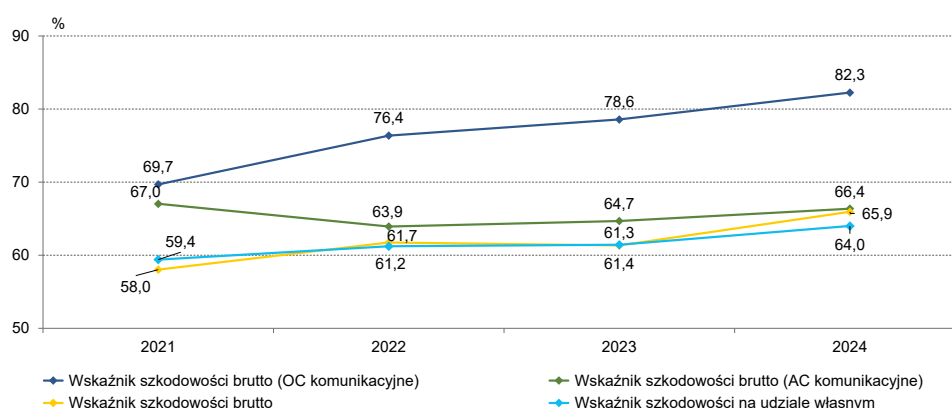
²⁴⁹ Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz.U. z 2019 r., poz. 1836).

²⁵⁰ Podatek naliczany był również od aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, jednak z wyłączeniem aktywów zgromadzonych w ramach umów o prowadzenie PPK.

²⁵¹ Współczynnik szkodowości – relacja odszkodowań i świadczeń oraz kosztów likwidacji szkód do składki zarobionej. Wskaźnik ten ustalany jest tylko dla działu ubezpieczeń majątkowych. W ubezpieczeniach na życie wskaźnik ten nie ma interpretacji ekonomicznej.

komunikacyjnych OC szkodowość wyniosła 82,3%, o 3,7 pkt proc. więcej niż rok wcześniej. W dobrowolnych ubezpieczeniach AC, drugiej najistotniejszej linii biznesowej działu ubezpieczeń majątkowych, również odnotowano zwiększenie się szkodowości, jednak zaledwie o 1,7 pkt proc. Mimo wyraźnej tendencji wzrostowej współczynniki dla działu utrzymywały się na bezpiecznym poziomie (wykres 4.8.9).

Wykres 4.8.9. Wybrane wskaźniki szkodowości zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2021–2024



Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

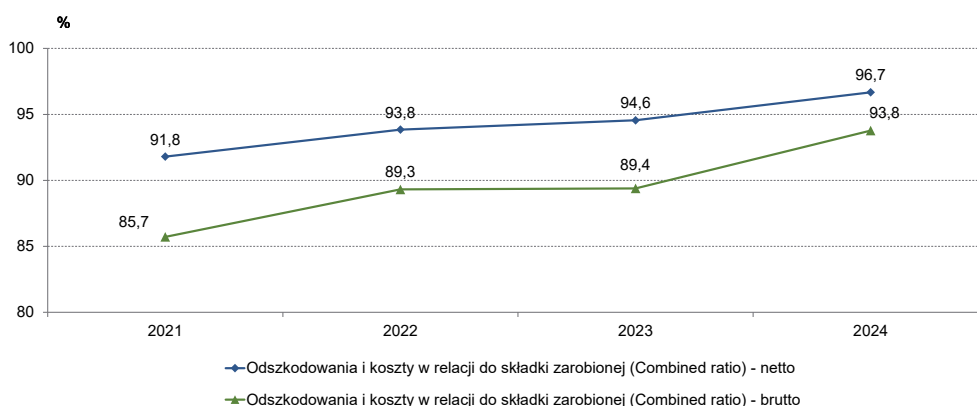
W konsekwencji zwiększonej szkodowości pogorszyła się efektywność zakładów ubezpieczeń majątkowych mierzona wskaźnikiem COR²⁵². W szczególności miara ta wzrosła na bazie brutto, z 89,4% w 2023 r. do 93,8% w 2024 r. Na udziale własnym wzrost wyniósł 2,1 pkt proc., do 96,7% (wykres 4.8.10). Wskaźniki COR utrzymywały się jednak nadal poniżej 100%.

Kolejny rok z rzędu zwiększyła się rentowność kapitału własnego zakładów ubezpieczeń na życie, jednak skala tego wzrostu była mniejsza niż w latach 2021–2023. W 2024 r. ROE działu I wyniosło 33,8%, o 3,7 pkt proc. więcej niż rok wcześniej. Wysoki zwrot z kapitału był zasługą największych podmiotów, o czym świadczył średni ważony wskaźnik ROE, ponad dwukrotnie przewyższający medianę. Większość zakładów ubezpieczeń na życie poprawiła wskaźnik zwrotu z kapitału, co spowodowało przesunięcie wszystkich kwartyli w górę (wykres 4.8.11.A). W dziale II wskaźnik ROE obniżył się i wyniósł 16,3% (18,3% w 2023 r.). Nie wynikało to ze spadku zysku, który pozostał na zbliżonym poziomie jak w poprzednim roku, ale miało związek z większym kapitałem posiadanym przez zakłady ubezpieczeń majątkowych. Podobnie jak w dziale I średnia ważona była wyższa niż mediana, jednak w przypadku towarzystw ubezpieczeń majątkowych obniżyła

²⁵² COR – relacja sumy wypłaconych odszkodowań i świadczeń oraz kosztów działalności ubezpieczeniowej do składki zarobionej. Służy on do oceny efektywności prowadzonej działalności oraz programów reasekuracji biernej. Wskaźnik ten ustalany jest tylko dla działu ubezpieczeń majątkowych. W ubezpieczeniach na życie nie ma on interpretacji ekonomicznej.

się wartość 1 kwartyla (wykres 4.8.11.B). Dla całego sektora wskaźnik ROE w 2024 r. wyniósł 20,3%, o 0,9 pkt proc. mniej niż rok wcześniej.

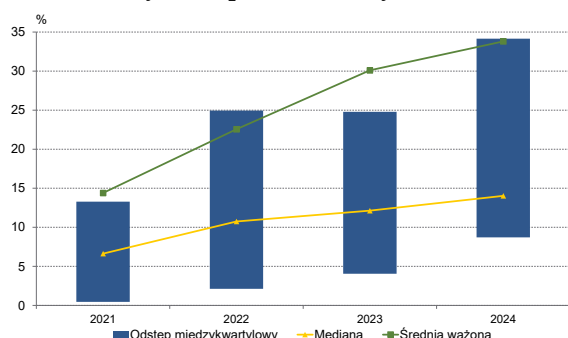
Wykres 4.8.10. Udział odszkodowań i kosztów w składce zarobionej zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2021–2024



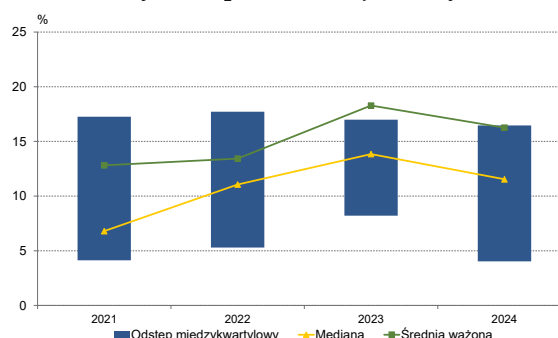
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.8.11. Rentowność kapitału własnego zakładów ubezpieczeń w latach 2021–2024

A. Zakłady ubezpieczeń na życie



B. Zakłady ubezpieczeń majątkowych



Uwaga: wskaźnik ROE został obliczony jako relacja wyniku finansowego do średniej wartości kapitału własnego na koniec poszczególnych kwartałów w danym roku, wykazanych w bilansach statutowych zakładów ubezpieczeń.

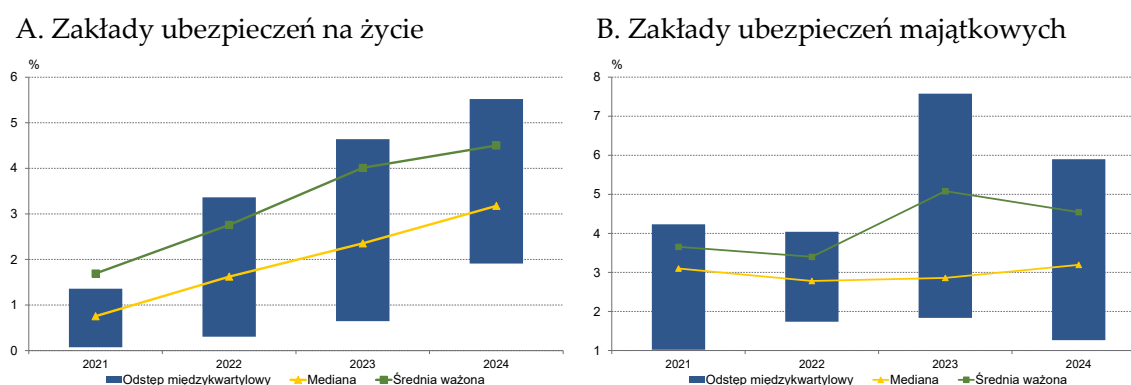
Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wskaźnik rentowności aktywów (ROA) zakładów ubezpieczeń na życie w analizowanym okresie wyniósł 4,5%, o 0,5 pkt proc. więcej niż w poprzednim roku (wykres 4.8.12.A). Współczynnik ten dla zakładów ubezpieczeń majątkowych spadł z 5,1% w 2023 r. do 4,5% w 2024 r. (wykres 4.8.12.B). W obu działach jego wartość średnia była wyższa niż mediana, jednak w 2024 r. różnica ta była mniejsza.

W 2024 r. zakłady ubezpieczeń majątkowych przekazały reasekuratorom 11,5 mld zł składki, a otrzymały 7,7 mld zł w formie odszkodowań. W porównaniu z poprzednim rokiem było to o 0,8 mld zł i 1,5 mld zł więcej, odpowiednio w składce i w odszkodowaniach. Skłonność do korzystania przez zakłady z tej formy transferu ryzyka po raz kolejny spadła. Tempo wzrostu

składki zebranej przez zakłady było bowiem większe niż części cedowanej na reasekuratora. Udział reasekuratorów w składce przypisanej brutto wyniósł 18,8%, a w odszkodowaniach 22,6% (wykres 4.8.13). W porównaniu z poprzednim rokiem partycypacja w wypłaconych odszkodowaniach wzrosła o 1,1 pkt proc., a spadła w składce (o 0,8 pkt proc.). Większy udział reasekuratorów w wypłatach był spowodowany zdarzeniami katastroficznymi, które wystąpiły w 2024 r. Wydatki przeznaczane na ochronę reasekuracyjną w 2024 r. były wyższe niż przychody z tego tytułu. Mimo powodzi saldo rozliczeń z reasekuratorami wyniosło –0,6 mld zł (–1,6 mld zł w 2023 r.). Ze względu na charakter prowadzonej działalności i oferowanych produktów zakłady ubezpieczeń na życie w mniejszym stopniu korzystały z ochrony reasekuracyjnej. Udziały w składce i świadczeniach w tym dziale wyniosły po 2,6%.

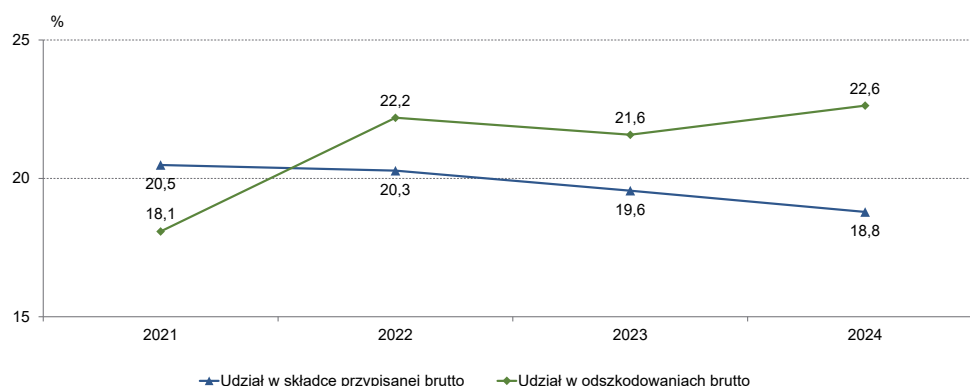
Wykres 4.8.12. Rentowność aktywów zakładów ubezpieczeń w latach 2021–2024



Uwaga: wskaźnik ROA został obliczony jako relacja statutowego wyniku finansowego zakładów ubezpieczeń do średniej wartości aktywów na koniec poszczególnych kwartałów w danym roku wycenionych zgodnie z zasadami Wypłacalność II.

Źródło: obliczono na podstawie danych UKNF.

Wykres 4.8.13. Udział reasekuratorów w składce przypisanej brutto i odszkodowaniach brutto zakładów ubezpieczeń majątkowych w latach 2021–2024



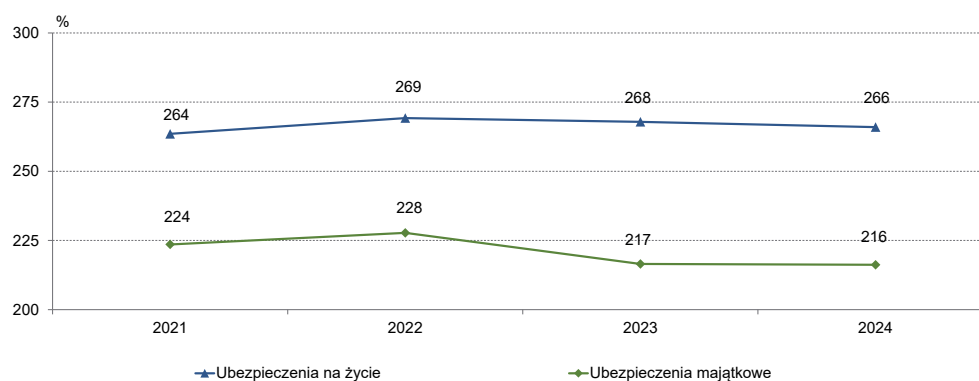
Źródło: UKNF.

Polskie zakłady ubezpieczeń majątkowych korzystały głównie z ochrony reasekuracyjnej podmiotów z UE, Szwajcarii oraz instytucji krajowych. Spośród tych ostatnich w 2024 r. działalność reasekuracyjną prowadził jeden zakład reasekuracji oraz dziesięć zakładów ubezpieczeń. Ubezpieczyciele większe środki przeznaczali na programy reasekuracji proporcjonalnej, w której przyjmowane ryzyko, składka i odszkodowania były dzielone między zakład a reasekuratora według ustalonej relacji. Reasekuracja nieproporcjonalna (wyплата tylko nadwyżki ustalonej kwoty odszkodowania lub wypłata w przypadku zwiększonej szkodowości) znacznie mniej obciążała sektor.

4.8.5. Wypłacalność zakładów ubezpieczeń

Na koniec 2024 r. wszystkie zakłady utrzymywały środki własne na poziomie wyższym niż kapitałowy wymóg wypłacalności (SCR) oraz minimalny wymóg kapitałowy (MCR), a sektor wykazywał duże nadwyżki ponad te wymogi. Współczynnik wypłacalności²⁵³ wyniósł 266% w dziale I i 216% w dziale II, podobnie jak na koniec 2023 r. (wykres 4.8.14). Wszystkie towarzystwa ubezpieczeń na życie charakteryzowały się wypłacalnością powyżej 150%, a tylko cztery podmioty działu II miały współczynnik pokrycia SCR poniżej 150%. Zakłady z reguły stosowały formułę standardową do wyliczenia wymogów kapitałowych²⁵⁴. Tylko dwa towarzystwa ubezpieczeń majątkowych korzystały z modelu wewnętrznego, w tym jeden stosował pełny model wewnętrzny, a drugi częściowy w zakresie ryzyka aktuarialnego.

Wykres 4.8.14. Wskaźnik pokrycia kapitałowego wymogu wypłacalności (SCR) zakładów ubezpieczeń dopuszczonymi środkami własnymi w latach 2021–2024



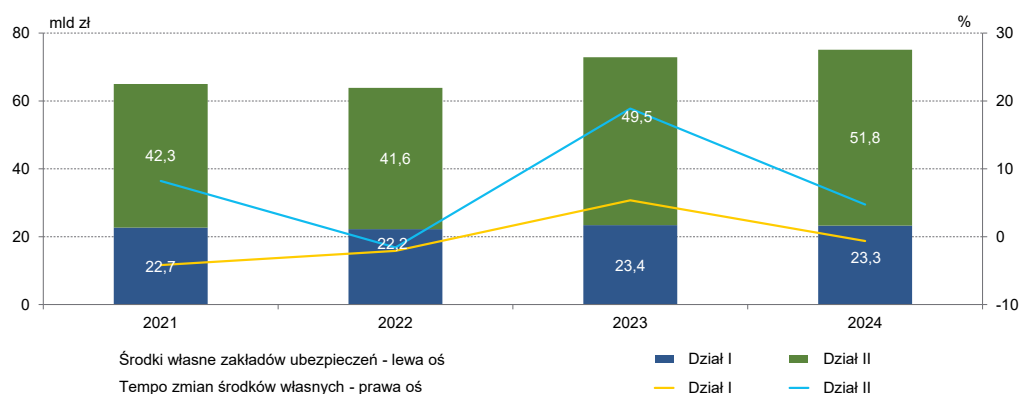
Źródło: UKNF.

²⁵³ Relacja dopuszczonych środków własnych do kapitałowego wymogu wypłacalności.

²⁵⁴ Zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II zakłady ubezpieczeń mogą obliczać SCR według formuły standardowej (również z wykorzystaniem specyficznych parametrów) określonej przepisami prawa albo, po akceptacji organu nadzoru, według pełnych lub częściowych modeli wewnętrznych.

Na koniec 2024 r. wartość środków własnych zakładów działu I wyniosła 23,3 mld zł, podobnie jak rok wcześniej. Z kolei w dziale II kwota ta zwiększyła się o 2,3 mld zł, do 51,8 mld zł. Przyczyną tego wzrostu był przyrost nadwyżki aktywów nad zobowiązaniami, większy niż wyniku finansowego²⁵⁵. Ponadto zakłady działu II, w przeciwieństwie do towarzystw ubezpieczeń na życie, wypłacały mniejszą część zysku w formie dywidendy. Powodowało to dalsze zwiększenie przewagi działu II nad I w zakresie kapitału (wykres 4.8.15), co było zbieżne ze zmianami w zakresie aktywów czy składki między działami ubezpieczeń w Polsce.

Wykres 4.8.15. Środki własne i tempo ich zmian w latach 2021–2024



Źródło: UKNF.

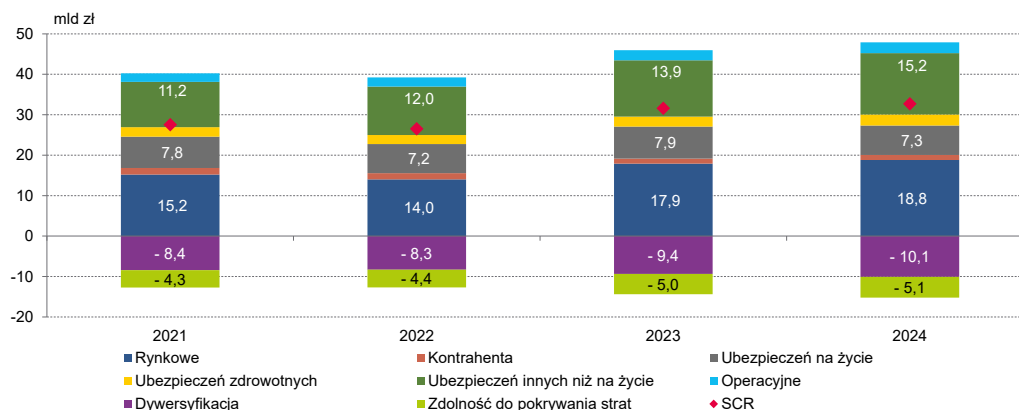
Kapitałowy wymóg wypłacalności działu I na koniec 2024 r. wyniósł 8,8 mld zł, podobnie jak na koniec poprzedniego roku. W strukturze SCR nastąpiły jednak pewne zmiany – spadło znaczenie ryzyka aktuarialnego w ubezpieczeniach na życie, a wzrosło ryzyko rynkowe i ryzyko ubezpieczeń zdrowotnych. Mniejszy wymóg z tytułu ryzyka aktuarialnego wynikał z dotyczącego przyszłych okresów programu reasekuracji strat związanych z masowymi rezygnacjami z umów ubezpieczenia. Z kolei czynnikiem wpływającym na wyższe ryzyko rynkowe była stopa procentowa, podczas gdy wymóg w module ubezpieczeń zdrowotnych zwiększył się proporcjonalnie do skali działalności. Wzrost podmodułu ryzyka stopy procentowej spowodowany był większym *duration* aktywów oraz niższym stopniem zabezpieczenia portfela instrumentami pochodnymi. Ryzyko aktuarialne nadal było jednak zdecydowanie największym składnikiem SCR i wynikało głównie z możliwych rezygnacji klientów, a nie czynników biometrycznych, takich jak śmiertelność, długowieczność czy zachorowalność.

Kapitałowy wymóg wypłacalności działu II zwiększył się w 2024 r. o 1,1 mld zł, do 24 mld zł na koniec roku. Wzrost SCR spowodowany był przez moduł ryzyka aktuarialnego w ubezpieczeniach innych niż na życie (wykres 4.8.16), który stał się najważniejszym składnikiem SCR zakładów ubezpieczeń majątkowych. Wpłynęło na to większe ryzyko katastroficzne, wynikające z mniejszej

²⁵⁵ Różnica wynikała z metody wyceny stosowanej na potrzeby wypłacalności i na potrzeby sprawozdawczości statutowej.

skali zawartych programów reasekuracji strat nadzwyczajnych. Drugim najistotniejszym modulem SCR było ryzyko rynkowe, w tym zwłaszcza związane z inwestycjami w akcje jednostek powiązanych.

Wykres 4.8.16. Kapitałowy wymóg wypłacalności w latach 2021–2024



Źródło: UKNF.

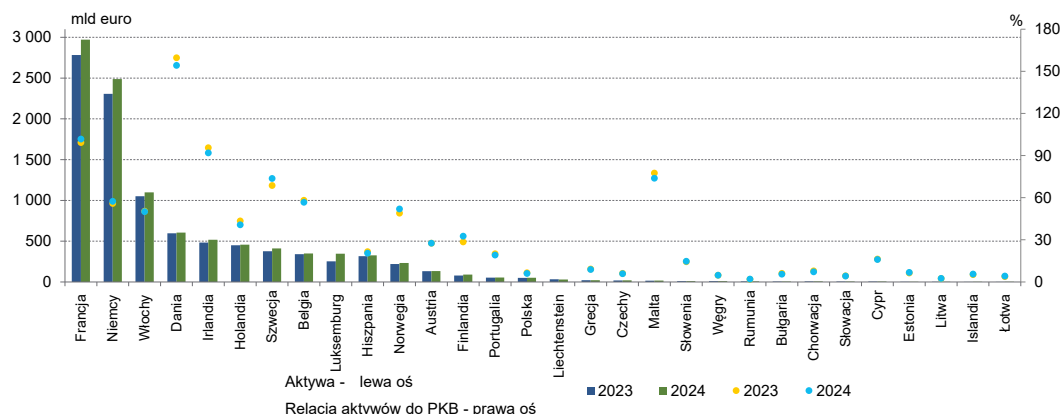
4.8.6. Krajowe zakłady ubezpieczeń na tle europejskiego sektora²⁵⁶

Wielkość sektora

Pod względem wartości aktywów polski rynek ubezpieczeń był jednym z mniejszych wśród krajów EOG. Stanowił on 0,5% sektora europejskiego, którego łączna wartość aktywów na koniec 2024 r. wyniosła 10,3 bln euro. Krajowe zakłady ubezpieczeń odgrywały także relatywnie mniejszą rolę w gospodarce w porównaniu z podmiotami z innych krajów. Relacja aktywów instytucji w Polsce do PKB w 2024 r. spadła o 0,4 pkt proc., do 6,1%, podczas gdy średnia wysokość tego współczynnika w krajach europejskich wyniosła 58,8% (wykres 4.8.17).

Wartość składki przypisanej brutto europejskiego sektora ubezpieczeń w 2024 r. wzrosła do 1,57 bln euro, przy czym składka pochodząca od polskich podmiotów stanowiła 1,3% tej kwoty. W ramach ubezpieczeń na życie zakłady europejskie zebrały 770,5 mld euro, o 92,9 mld euro więcej niż rok wcześniej. Natomiast składka z ubezpieczeń majątkowych wyniosła 797,7,5 mld euro, w tym prawie 73% pochodziło z działalności bezpośredniej (579,9 mld euro), a pozostała część z reasekuracji czynnej (217,7 mld euro). W Polsce, inaczej niż na największych rynkach ubezpieczeniowych w EOG, działalność sektora opierała się w dominującej mierze na ubezpieczeniach majątkowych. Generowały one niemal trzykrotnie więcej składki niż ubezpieczenia na życie. Przychody z reasekuracji czynnej stanowiły tylko 6,4% składki pozyskanej przez krajowe zakłady ubezpieczeń majątkowych, podczas gdy średnia dla krajów EOG była na poziomie 27,2%.

²⁵⁶ Analiza obejmuje zakłady ubezpieczeń z krajów EOG.

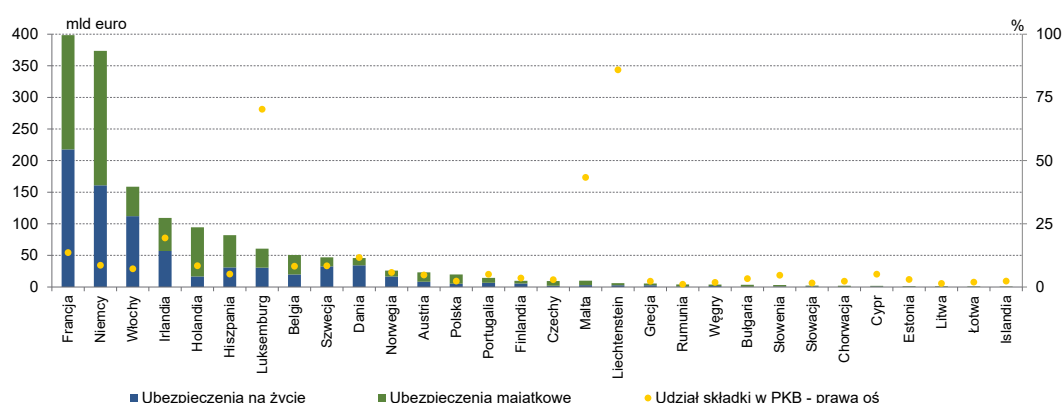
Wykres 4.8.17. Aktywa sektora ubezpieczeń i ich relacja do PKB w krajach EOG w 2023 i 2024 r.

Uwaga: poza obszarem wykresu znalazł się wskaźnik relacji składki do PKB dla Liechtensteinu i Luksemburga, który na koniec 2024 r. wyniósł, odpowiednio, 419,9% i 402,6%.

Źródło: EIOPA, Eurostat.

Penetracja ubezpieczeniowa

Poziom penetracji ubezpieczeniowej różnił się istotnie w poszczególnych krajach, przy czym średnia relacja składki przypisanej brutto do PKB nadal wynosiła około 12%. W Polsce współczynnik penetracji ubezpieczeniowej był jednym z najniższych – relacja składki do PKB w 2024 r. wyniosła 2,3% (wykres 4.8.18). Tylko w siedmiu krajach EOG zaobserwowano niższy poziom tego współczynnika. Natomiast w państwach o najwyższej penetracji ubezpieczeniowej (Luksemburg i Liechtenstein) jej poziom wynikał ze specyfiki sektora, który charakteryzował się istotnym udziałem składek z działalności transgranicznej.

Wykres 4.8.18. Składka przypisana brutto zakładów ubezpieczeń z krajów EOG i jej relacja do PKB w 2024 r.

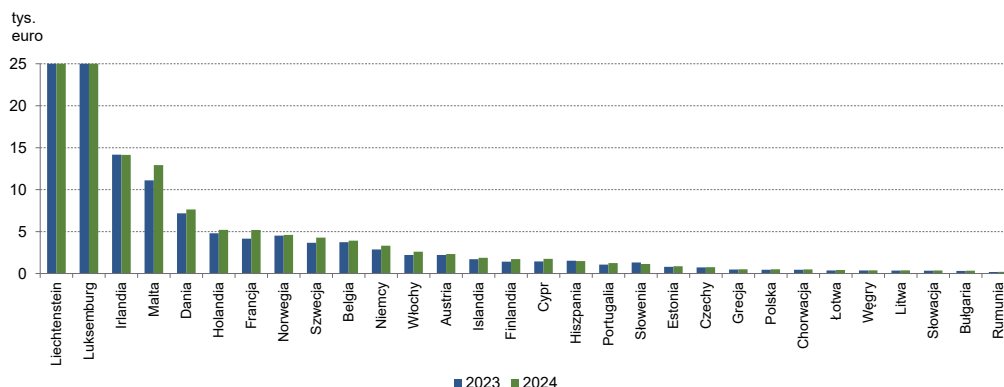
Uwaga: składka z ubezpieczeń bezpośrednich i pośrednich.

Źródło: EIOPA, Eurostat.

Średnia wartość składki w przeliczeniu na jednego mieszkańca Europy w 2024 r. wyniosła 3,4 tys. euro. Na największych rynkach europejskich, w Niemczech i Francji, wydatki poniesione przez mieszkańców na składki ubezpieczeniowe wyniosły, odpowiednio, 3,3 tys. euro oraz 5,2 tys. euro

na osobę (wykres 4.8.19). W przypadku Polski kwota ta była istotnie niższa (około 0,5 tys. euro). Jedynie kilka krajów Europy Środkowo-Wschodniej miało niższy poziom tego wskaźnika.

Wykres 4.8.19. Składka przypisana brutto na jednego mieszkańca w krajach EOG w 2023 i 2024 r.



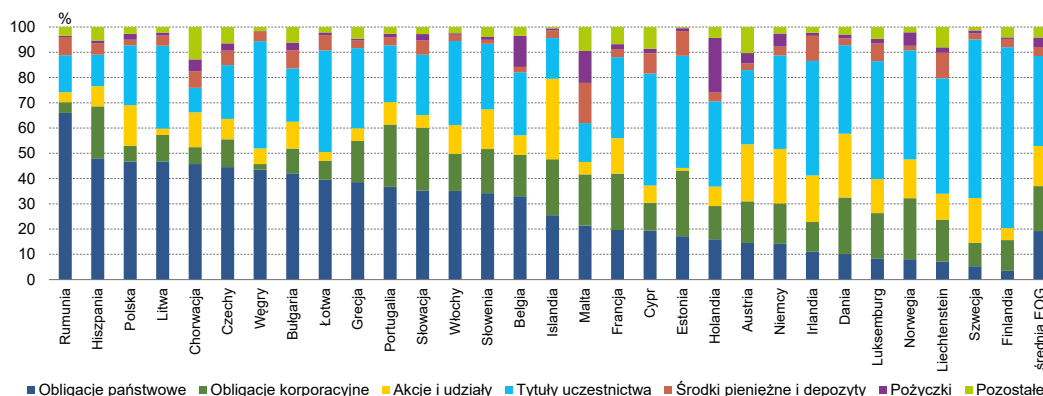
Uwagi: składka z ubezpieczeń bezpośrednich. Poza obszarem wykresu znalazły się Liechtenstein (115,0 i 120,8 tys. euro) i Luksemburg (51,5 i 70,6 tys. euro), odpowiednio w 2023 i 2024 r.

Źródło: EIOPA, Eurostat.

Lokaty zakładów ubezpieczeń

Struktura lokat europejskiego sektora ubezpieczeń w 2024 r. nie zmieniła się istotnie. Dominowały tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, stanowiące 35,6% lokat zakładów (wykres 4.8.20). Duży udział w portfelu inwestycyjnym europejskich podmiotów miały także papiery dłużne, w tym skarbowe papiery wartościowe i obligacje korporacyjne (odpowiednio, 19,2% i 17,2% lokat). Skala zaangażowania zakładów z krajów EOG w udziałowe instrumenty finansowe odpowiadała 15,9% ich inwestycji, a udział pozostałych kategorii lokat w strukturze nie przekraczał 5%. W Polsce udział skarbowych papierów wartościowych w lokatach był jednym z najwyższych wśród krajów europejskich

Wykres 4.8.20. Struktura lokat zakładów ubezpieczeń z krajów EOG na koniec 2024 r.



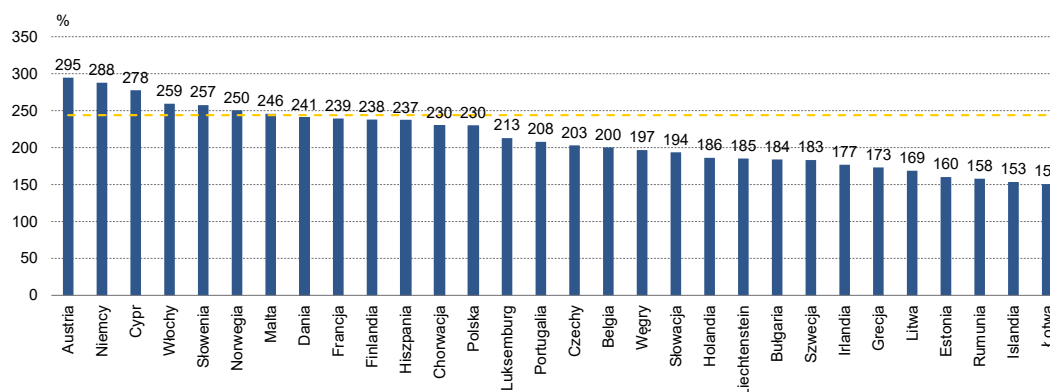
Uwagi: kategorie lokat (z wyłączeniem pozostałych lokat) odpowiadają uzupełniającym kodom identyfikacyjnym CIC (*Complementary Identification Code*).

Źródło: EIOPA.

Wypłacalność

Pokrycie wymogów kapitałowych środkami własnymi europejskich zakładów ubezpieczeń, mimo nieznacznego spadku w 2024 r. (z 258,6% do 243,8%), utrzymywało się na bezpiecznym poziomie (wykres 4.8.21)²⁵⁷. We wszystkich krajach EOG współczynnik wypłacalności przekraczał 150%. Polska należała do grupy krajów o średnim współczynniku wypłacalności, a pokrycie wymogów kapitałowych na koniec analizowanego okresu wyniosło 230%. Krajowe zakłady nie korzystały jednak z narzędzi LTG ani środków przejściowych²⁵⁸, które pozwalały na poprawę współczynników wypłacalności. Około 28% europejskich podmiotów stosowało wspomniane rozwiązania, co pozwoliło im na zwiększenie wskaźnika pokrycia SCR na koniec 2024 r. z 217% do 241%²⁵⁹.

Wykres 4.8.21. Wskaźnik pokrycia kapitałowego wymogu wypłacalności środkami własnymi zakładów ubezpieczeń z krajów EOG na koniec 2024 r.



Źródło: EIOPA.

²⁵⁷ Dane EIOPA za 2024 r.

²⁵⁸ Zgodnie z przepisami dyrektywy Wypłacalność II zakłady ubezpieczeń, za zgodą organu nadzoru, mogą stosować korekty z tytułu gwarancji długoterminowych (LTG), które mają na celu zmniejszenie wpływu wahań rynkowych na bilanse zakładów ubezpieczeń. Zakłady mogą również stosować środki przejściowe w zakresie stóp procentowych wolnych od ryzyka, a także rezerw techniczno-ubezpieczeniowych przez okres maksymalnie 16 lat od wejścia w życie dyrektywy Wypłacalność II.

²⁵⁹ Dane obejmują jedynie zakłady, które wykazały stosowanie środków LTG. Obliczenia NBP na podstawie danych EIOPA za 2024 r.

4.9. Podmioty maklerskie

Na rynkach finansowych w Polsce działalność maklerską prowadzą trzy rodzaje podmiotów, określanych dalej jako podmioty maklerskie lub – zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi²⁶⁰ – jako firmy inwestycyjne:

- domy maklerskie,
- banki prowadzące działalność maklerską (w formie wydzielonych w ich strukturze biur maklerskich), oraz
- zagraniczne podmioty prowadzące działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez organ nadzoru finansowego z kraju, w którym mają siedzibę, po powiadomieniu KNF o zamiarze rozpoczęcia działalności w Polsce.

Na koniec 2024 r. na polskim rynku funkcjonowało 36 krajowych firm inwestycyjnych, z czego 27 domów maklerskich oraz 9 banków prowadzących działalność maklerską (tabela 4.9.1). Na spadek liczby domów maklerskich w porównaniu z rokiem poprzednim wpłynęło zakończenie działalności przez cztery podmioty. W analizowanym okresie jeden podmiot uzyskał zezwolenie na prowadzenie działalności jako dom maklerski, ale nie rozpoczął tej działalności do końca grudnia. Na koniec 2024 r. domy maklerskie, których bezpośrednimi większościami akcjonariuszami były banki, stanowiły według wartości aktywów niecałe 26% całego sektora domów maklerskich.

Wśród krajowych firm inwestycyjnych można wyróżnić podmioty oferujące kompleksowe usługi maklerskie oraz instytucje, których oferta jest mocno wyspecjalizowana. Na koniec 2024 r. 33 podmioty mogły przyjmować i przekazywać zlecenia nabycia lub zbycia instrumentów finansowych, przy czym 24 były również uprawnione do wykonywania zleceń na rachunek klienta. Ponadto 26 mogło prowadzić rachunki papierów wartościowych, rachunki zbiorcze, rachunki instrumentów pochodnych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego oraz rachunki pieniężne. Na rynku usług zarządzania portfelem instrumentów finansowych działało 13 podmiotów maklerskich. Z kolei 24 świadczyły usługi doradztwa inwestycyjnego, a 28 oferowało instrumenty finansowe.

Liczba zagranicznych firm inwestycyjnych, które zgłosiły zamiar wykonywania działalności maklerskiej w Polsce, na koniec 2024 r. wyniosła 686 (w tym 11 w formie oddziału). Jednak tylko niewielka część z nich prowadziła działalność na krajowym rynku.

²⁶⁰ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 772 z późn. zm.).

4.9.1. Warunki funkcjonowania podmiotów maklerskich na krajowym rynku finansowym

Rozwój rynku usług maklerskich w Polsce zależy przede wszystkim od koniunktury na rynku akcji, a także od zainteresowania inwestorów pozostałymi instrumentami finansowymi znajdującymi się w obrocie zorganizowanym oraz dostępnymi na internetowych platformach transakcyjnych (tzw. platformach *forex*). Na przychody firm inwestycyjnych wpływ mają także: skłonność przedsiębiorstw do pozyskiwania finansowania przez emisję papierów wartościowych oraz napływ środków do funduszy inwestycyjnych. Podmioty maklerskie organizują bowiem emisje tych papierów oraz pośredniczą w sprzedaży tytułów uczestnictwa wspomnianych funduszy, za co pobierają opłaty dystrybucyjne.

Aktywność inwestorów na GPW była w analizowanym okresie rekordowo duża. Wartość obrotów akcjami i PDA w ramach arkusza zleceń na Głównym Rynku w 2024 r. wyniosła 344,8 mld zł, tj. o 22,2% więcej niż rok wcześniej (tabela 4.9.1). Wartość przeprowadzonych ofert publicznych akcji była istotnie wyższa niż w latach poprzednich i wyniosła 12,8 mld zł (łącznie 435 ofert), przy czym wartość pierwszych ofert publicznych (*initial public offering* – IPO) w 2024 r. wyniosła 7,4 mld zł (wobec 0,4 mld zł rok wcześniej). Na Głównym Rynku GPW wolumen obrotów giełdowymi instrumentami pochodnymi spadł o 7,5% do 13,0 mln szt.

Tabela 4.9.1. Podstawowe wskaźniki funkcjonowania krajowych podmiotów maklerskich w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Liczba domów maklerskich	36	33	30	27
Liczba banków prowadzących działalność maklerską (biur maklerskich)	9	9	9	9
Aktywa domów maklerskich (w mld zł) ¹	14,3	12,2	12,3	12,9
Kapitały własne domów maklerskich (w mld zł)	2,1	2,6	2,9	3,1
Obroty netto na rynku akcji i PDA (Główny Rynek GPW, w mld zł) ²	331,0	293,1	282,1	344,8
Wolumen obrotów giełdowymi instrumentami pochodnymi (Główny Rynek GPW, w mln szt.)	12,0	15,6	14,7	13,6
Liczba IPO na Głównym Rynku GPW / NewConnect	16/32	8/16	10/14	9/13

¹ Aktywa domów maklerskich obejmują także środki klientów zgromadzone na rachunkach pieniężnych.

² Obroty netto na rynku akcji i PDA uwzględniają transakcje sesyjne i pakietowe.

Źródło: GPW, KNF.

Zgodnie z danymi GPW kolejny rok z rzędu wzrosła (z 1 687 tys. do 1 930 tys.) liczba rachunków papierów wartościowych prowadzonych przez członków giełdy. Zwiększyła się także liczba aktywnych rachunków, z 238 tys. szt. na koniec 2023 r. do 267 tys. szt. na koniec 2024 r.²⁶¹ Mimo to udział inwestorów indywidualnych w wartości obrotów akcjami na Głównym Rynku GPW wyniósł 13%, najmniej od 2020 r. Na koniec analizowanego okresu wartość przechowywanych przez domy maklerskie aktywów klientów wyniosła 157,1 mld zł, co oznaczało spadek o niecałe

²⁶¹ Szczegółowe dane analityczne dostępne są na stronie GPW.

3% w porównaniu z rokiem poprzednim. Prawie 95% tych aktywów stanowiły instrumenty finansowe, a pozostałą część środki pieniężne. Z kolei aktywa klientów rejestrowane i zapisane na rachunkach w bankach prowadzących działalność maklerską zwiększyły się o niecałe 5%. W rezultacie aktywa klientów przechowywane przez podmioty maklerskie ogółem wzrosły z 678,2 mld zł do 697,5 mld zł (tj. o prawie 3%).

Podstawowa działalność maklerska, polegająca na oferowaniu instrumentów finansowych oraz przyjmowaniu, przekazywaniu i wykonywaniu zleceń ich nabycia lub sprzedaży, pozostawała w przypadku domów maklerskich nierentowna. Ze względu na wspomniane uwarunkowania niektóre domy maklerskie koncentrowały się na operacjach instrumentami finansowymi na rachunek własny, w tym na zawieraniu transakcji inicjowanych przez ich klientów za pośrednictwem platform *forex*. Klienci podmiotów maklerskich mogą na nich nabywać lub sprzedawać kontrakty na kursy walutowe, towary, a także akcje i indeksy giełdowe bez fizycznej dostawy instrumentu bazowego (CFD).

Możliwość stosowania większej dźwigni finansowej (ze względu na niższe wymagane depozyty zabezpieczające) w porównaniu z np. kontraktami *futures* notowanymi na GPW sprawia, że kontrakty CFD charakteryzują się dużym ryzykiem inwestycyjnym. W 2024 r. klienci detaliczni stanowili 99,9% aktywnych klientów dokonujących transakcji na rynku *forex*²⁶². Z analiz przeprowadzonych przez UKNF wśród krajowych podmiotów maklerskich oferujących dostęp do platform *forex* wynika, że w 2024 r. 70,6% klientów aktywnie korzystających z tych platform poniosło stratę (73,3% rok wcześniej). Łączna wartość strat poniesionych przez klientów stanowiła ponad czterokrotność łącznej wartości zysków klientów. Mając na uwadze związaną z tym potrzebę ochrony inwestorów indywidualnych, KNF w 2024 r. utrzymywała interwencję produktową dotyczącą kontraktów CFD, zgodnie z którą:

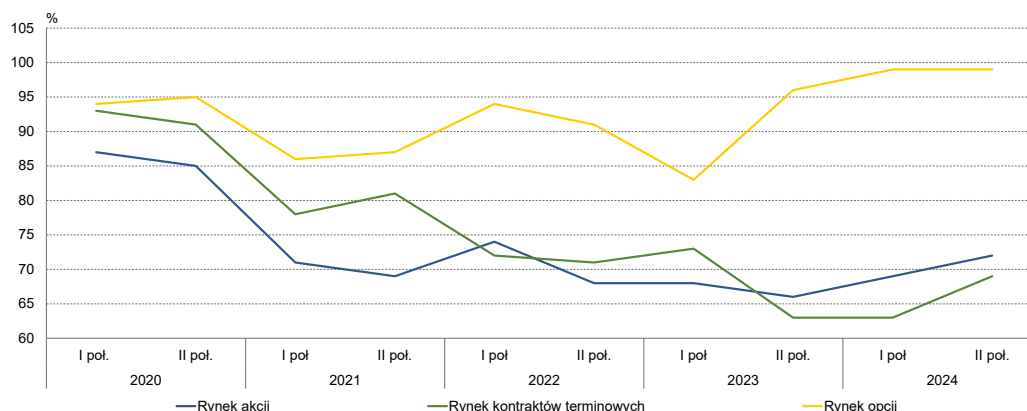
- maksymalna dźwignia finansowa w transakcjach tymi kontraktami zawieranych przez inwestorów indywidualnych jest ograniczona do 30:1,
- klienci platform *forex* nie mogą stracić więcej niż wartość środków wpłaconych na ich rachunek pieniężny prowadzony przez operatora danej platformy,
- podmioty maklerskie zobowiązane są do zamykania pozycji klientów, gdy depozyt zabezpieczający spadnie poniżej 50% wymaganego poziomu,
- promocje i zachęty związane z zawieraniem transakcji kontraktami CFD są zakazane, a operatorzy platform *forex* są zobowiązani do publikowania wystandaryzowanej informacji na temat udziału liczby klientów ponoszących straty na danej platformie w liczbie klientów ogółem²⁶³.

²⁶² Wyniki klientów na rynku *forex* za 2024 r., KNF, Warszawa 2025, materiał dostępny na stronie <https://www.knf.gov.pl/>.

²⁶³ Decyzja KNF z dnia 1 sierpnia 2019 r. w sprawie ustanowienia ograniczeń w zakresie wprowadzania do obrotu, dystrybucji oraz sprzedaży klientom detalicznym kontraktów na różnicę (CFD) (Dz. Urz. KNF z 2019 r., poz. 27).

Dystrybucja usług maklerskich w Polsce odbywała się głównie z wykorzystaniem kanału internetowego. Na koniec 2024 r. liczba rachunków internetowych wyniosła 1 801,1 tys., co stanowiło około 93% wszystkich rachunków maklerskich. W analizowanym okresie udział transakcji inwestorów indywidualnych realizowanych za pośrednictwem Internetu w obrotach akcjami, kontraktami *futures* oraz opcjami na Głównym Rynku GPW wyniósł, odpowiednio: 72%, 69% oraz 99% (wykres 4.9.1).

Wykres 4.9.1. Udział obrotów realizowanych za pośrednictwem Internetu w obrotach inwestorów indywidualnych na Głównym Rynku GPW w latach 2020–2024



Źródło: GPW.

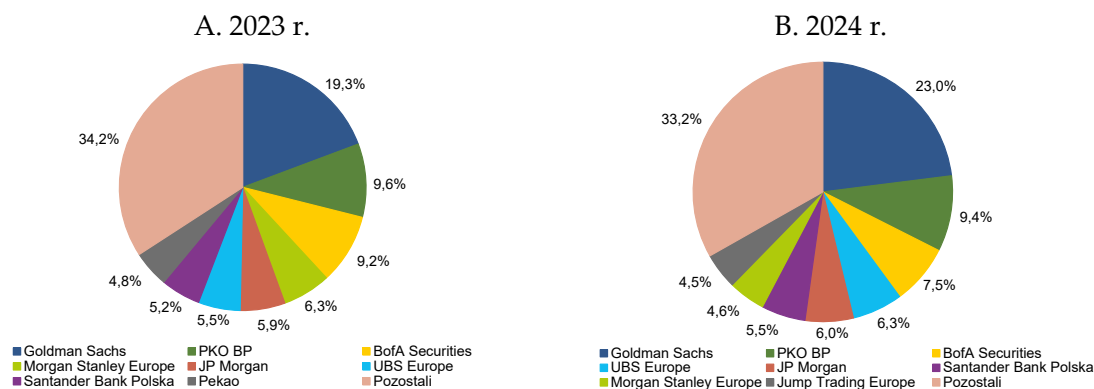
4.9.2. Działalność podmiotów maklerskich na rynku zorganizowanym

Firmy inwestycyjne prowadziły swoją działalność przede wszystkim na krajowych rynkach regulowanych i ASO, organizowanych przez GPW i BondSpot.

Wykonywanie zleceń na Głównym Rynku GPW było umiarkowanie skoncentrowane pod względem podmiotowym. Udział pięciu największych firm inwestycyjnych w obrotach akcjami i PDA w 2024 r. wzrósł i nieznacznie przekroczył 52% (wykres 4.9.2). Najbardziej aktywnym podmiotem na Głównym Rynku GPW pozostawał jeden ze zdalnych członków giełdy (zagraniczna firma inwestycyjna zawierająca transakcje bez pośrednictwa krajowych podmiotów maklerskich). Udział zdalnych członków giełdy w wartości transakcji akcjami i PDA wyniósł prawie 59% (56% rok wcześniej). Wspomniane instytucje obsługiwały przede wszystkim inwestorów zagranicznych, których udział w obrotach wspomnianymi instrumentami był w 2024 r. najwyższy w historii (68%). Zwiększeniu ich aktywności sprzyjał organizowany przez

GPW i Grupę Kapitałową KDPW program wspierania płynności – High Volume Provider (HVP)²⁶⁴.

Wykres 4.9.2. Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach akcjami oraz PDA na Głównym Rynku GPW w 2023 i 2024 r.

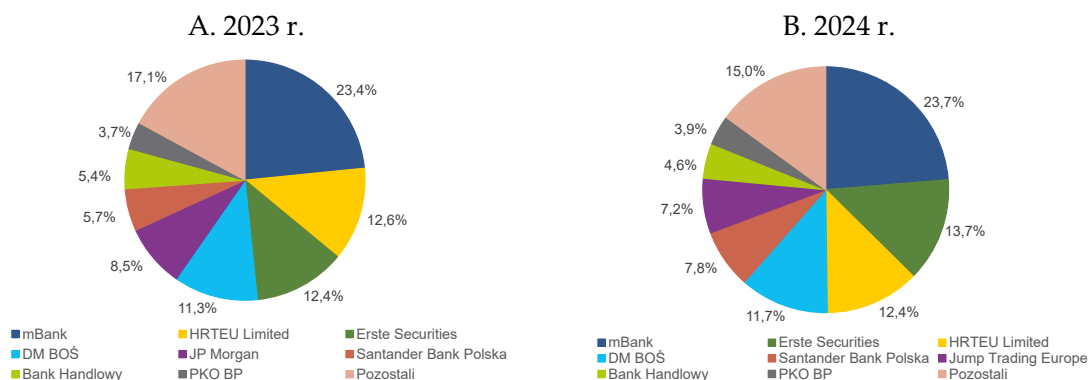


Uwaga: dane obejmują transakcje sesyjne, pakietowe i inne.

Źródło: GPW.

W pozostałych segmentach Głównego Rynku GPW dominacja kilku podmiotów maklerskich była bardziej widoczna. Udział pięciu największych członków giełdy w obrotach kontraktami *futures* w 2024 r. wyniósł 69% (wykres 4.9.3), a opcjami 88%.

Wykres 4.9.3. Udział największych podmiotów maklerskich w obrotach kontraktami *futures* na Głównym Rynku GPW w 2023 i 2024 r.



Uwaga: dane obejmują transakcje sesyjne i pakietowe.

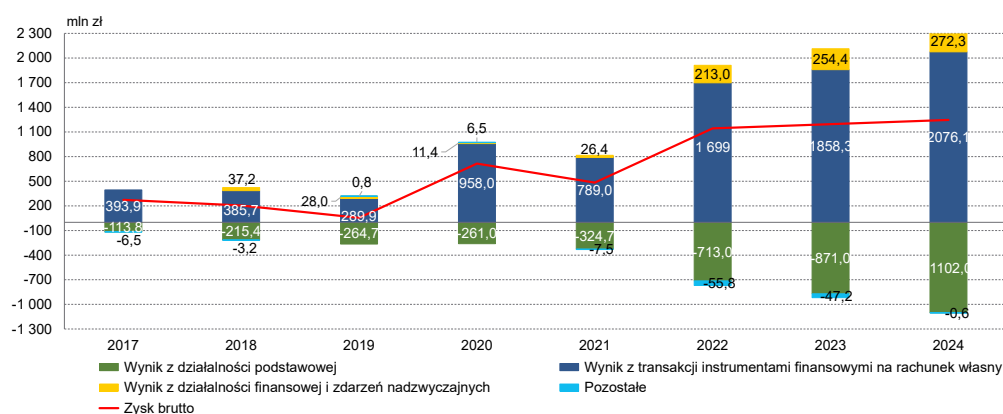
Źródło: GPW.

²⁶⁴ Program ten polega na pobieraniu przez instytucje infrastruktury preferencyjnych opłat, odpowiednio, transakcyjnych i potransakcyjnych od tych podmiotów, które zawierają transakcje o dużej wartości, a ich głównym obszarem działalności jest inwestowanie wyłącznie na rachunek własny. Kryteria te najczęściej spełniają zdolni członkowie giełdy lub ich klienci.

4.9.3. Wyniki finansowe domów maklerskich

Zysk brutto krajowych domów maklerskich wzrósł z 1 194,5 mln zł w 2023 r. do 1 245,8 mln zł w 2024 r. Podobnie jak w poprzednim roku, przyczynił się do tego głównie wynik z tytułu transakcji na rachunek własny (wykres 4.9.4). Wzrósł on do 2 076,1 mln zł w analizowanym okresie (z 1 858,3 mln zł rok wcześniej), co pozwoliło domom maklerskim wypracować 966,6 mln zł zysku z działalności operacyjnej²⁶⁵ (o prawie 3% więcej niż w 2023 r.). Ponadto wynik z działalności finansowej i zdarzeń nadzwyczajnych w 2024 r. wzrósł o niecałe 10% w porównaniu z rokiem poprzednim. W efekcie domy maklerskie w 2024 r. osiągnęły 1 017,1 mln zł zysku netto (wobec 972,7 mln zł rok wcześniej).

Wykres 4.9.4. Dekompozycja zysku brutto domów maklerskich w latach 2017–2024



Źródło: UKNF.

Na poprawę wyników sektora krajowych domów maklerskich w porównaniu z poprzednim rokiem wpłynęły przede wszystkim większe zyski podmiotów oferujących dostęp do platform *forex* i jednocześnie często będących kontrahentami w transakcjach inicjowanych przez ich klientów na tych platformach, co dawało wspomnianym podmiotom pewną przewagę informacyjną. Głównym źródłem tych zysków były wynik z tytułu różnicy między kwotowaniami *bid* i *ask* (spread), po których domy maklerskie zawierają transakcje ze swoimi klientami, oraz wynik z transakcji o charakterze spekulacyjnym, przeprowadzanych na rachunek własny.

Przychody z działalności podstawowej w 2024 r. zwiększyły się o prawie 6% w porównaniu z rokiem poprzednim. Przyczyniło się do tego m.in. większe zainteresowanie przedsiębiorstw pozyskiwaniem finansowania przez emisje papierów wartościowych. W efekcie przychody z tytułu oferowania instrumentów finansowych wzrosły o prawie 37%. Istotna część przychodów z działalności podstawowej nadal pochodziła z prowizji od przyjmowania, przekazywania

²⁶⁵ Wynik z działalności operacyjnej obejmuje: wynik z działalności podstawowej, wynik z operacji instrumentami finansowymi (przeznaczonymi do obrotu, utrzymywanymi do terminu zapadalności i dostępnymi do sprzedaży) oraz pozostałe przychody operacyjne.

i wykonywania zleceń klientów (16%). Przychody z tytułu usług zarządzania portfelem pozostały na podobnym poziomie jak rok wcześniej. Z kolei obserwowany w analizowanym okresie wzrost kosztów działalności podstawowej z 1 515 mln zł do 1 805 mln zł (tj. o ponad 19%), spowodowany m.in. zwiększeniem środków na wynagrodzenia oraz usługi obce (odpowiednio o 13% i 21%), przełożył się na rekordową stratę na działalności podstawowej, wynoszącą 1 149 mln zł.

5. Rynki finansowe

5.1. Rynek pieniężny

5.1.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku pieniężnego

W 2024 r. rynek pieniężny w Polsce funkcjonował stabilnie. Obserwowany w I połowie roku spadek inflacji przełożył się na osłabienie oczekiwań uczestników rynku na zacieśnienie polityki pieniężnej przez NBP. W analizowanym okresie stopy procentowe NBP były utrzymywane na niezmiennym poziomie. Z kolei System Rezerwy Federalnej oraz EBC w ostatnim kwartale 2024 r. rozpoczęły cykle obniżek stóp procentowych, co zwiększyło dysparytet stóp procentowych między Polską a rynkami rozwiniętymi, a tym samym podnosiło atrakcyjność strategii *carry trade* i sprzyjało wzrostowi aktywności na krajowym rynku pieniężnym w tym okresie.

Średnia dzienna wartość niezabezpieczonych lokat międzybankowych, które służyły bankom do bieżącego zarządzania płynnością, wzrosła w 2024 r. do 3,4 mld zł (z 3,1 mld zł rok wcześniej). Transakcje O/N stanowiły ponad 99% wartości obrotów na tym rynku. Wielkość i struktura terminowa obrotów były uwarunkowane m.in. ograniczoną liczbą jego aktywnych uczestników, wymogami ostrożnościowymi w zakresie płynności oraz codziennymi zmianami zapotrzebowania banków na płynność.

W 2024 r. zwiększyła się aktywność na krajowym rynku transakcji warunkowych, w szczególności transakcji *repo* (w przypadku dominujących na krajowym rynku transakcji SBB była podobna jak rok wcześniej). Średnia dzienna wartość operacji warunkowych wzrosła o 2,1 mld zł i wyniosła 20,9 mld zł (tabela 5.1.1). Przedmiotem zabezpieczenia były prawie wyłącznie obligacje skarbowe.

W analizowanym okresie zmniejszyły się średnie dzienne obroty na krajowym rynku transakcji *fx swap* złotego. Wyniosły one 20,8 mld zł i były o 18% niższe niż w 2023 r. Najważniejszymi kontrahentami banków krajowych na tym rynku były banki zagraniczne, które dzięki krótkoterminowym transakcjom *fx swap* mogły m.in. w elastyczny sposób finansować strategię inwestycyjne z wykorzystaniem złotego. Operacje realizowane między bankami krajowymi stanowiły około 10% obrotów na krajowym rynku wspomnianych transakcji z udziałem złotego.

Tabela 5.1.1. Zadłużenie na koniec roku z tytułu poszczególnych instrumentów rynku pieniężnego oraz średnia dzienna wartość obrotów na krajowym rynku transakcji lokacyjnych w latach 2021–2024 (w mld zł)

	2021	2022	2023	2024
Rynek transakcji lokacyjnych (średnie dzienne obroty netto)				
Niezabezpieczone lokaty międzybankowe	3,7	4,4	3,1	3,4
Transakcje <i>repo</i> /SBB	12,4	19,9	18,8	20,9
w tym: operacje między bankami krajowymi	2,6	6,4	3,6	3,5
Transakcje <i>fx swap</i>	19,2	26,6	25,4	20,8
w tym: operacje między bankami krajowymi	2,2	3,1	2,4	2,5
Rynek instrumentów dłużnych (zadłużenie na koniec roku)				
Bony pieniężne	184,6	252,3	303,2	391,4
Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne	3,7	7,2	2,9	3,3
Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	13,4	9,5	13,3	13,8

Źródło: NBP.

W 2024 r. bony pieniężne stanowiły największy segment krajowego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Emitując te instrumenty, NBP absorbował nadmiar płynności w systemie bankowym i stabilizował oprocentowanie krótkoterminowych lokat międzybankowych wokół stopy referencyjnej. Średnioroczna wartość bonów pieniężnych pozostających w obiegu wzrosła i w 2024 r. wyniosła 320 mld zł (wobec 278 mld zł rok wcześniej). Do wzrostu wartości tych instrumentów w obiegu przyczynił się przede wszystkim skup walut obcych przez NBP.

Ministerstwo Finansów pokrywało potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa na krajowym rynku finansowym, emitując wyłącznie instrumenty dłużne o okresie zapadalności powyżej roku. W rezultacie w 2024 r., podobnie jak w poprzednim roku, nie przeprowadzono żadnej emisji bonów skarbowych.

Banki nadal emitowały niewiele krótkoterminowych bankowych papierów dłużnych. Mała skala wykorzystywania krótkoterminowych papierów wartościowych była związana głównie z dużą dostępnością depozytów sektora niefinansowego, które charakteryzują się znacznie niższym kosztem pozyskania niż finansowanie za pośrednictwem emisji papierów dłużnych.

W 2024 r. krajowe przedsiębiorstwa wyemitowały krótkoterminowe papiery dłużne o łącznej wartości 40,5 mld zł. Zadłużenie z tytułu tych instrumentów na koniec grudnia nieznacznie wzrosło w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosło 13,8 mld zł (13,3 mld zł rok wcześniej). W ten sposób finansowanie pozyskiwały przede wszystkim przedsiębiorstwa leasingowe i faktoringowe, których podmiotami dominującymi były banki krajowe. Na koniec 2024 r. największy udział (53%) w strukturze nabywców tych papierów dłużnych miały przedsiębiorstwa niefinansowe.

5.1.2. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych

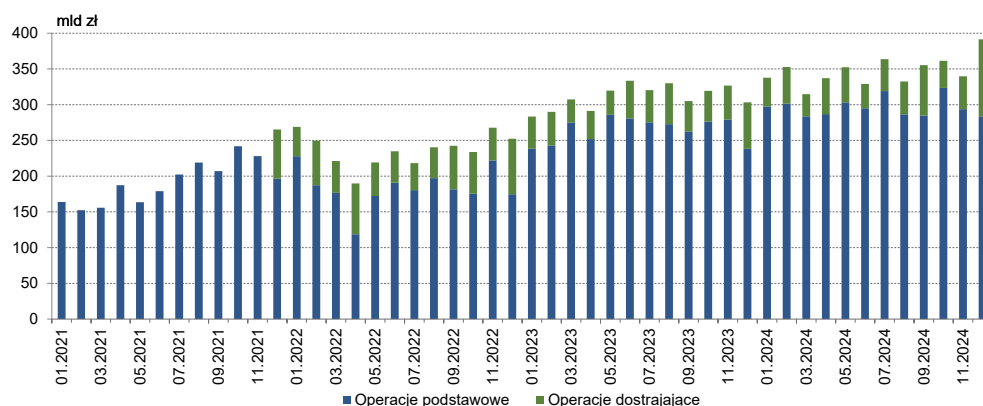
5.1.2.1. Bony pieniężne

Emisja bonów pieniężnych jest podstawową formą operacji otwartego rynku przeprowadzanych przez NBP. Wartość tych instrumentów oferowanych na przetargach zależy od prognozowanej skali nadpłynności w krajowym systemie bankowym. Wykorzystując ten instrument, bank centralny absorbuje nadmiar płynności i w ten sposób wpływa na oprocentowanie krótkoterminowych lokat międzybankowych.

Wielkość rynku

Średnioroczna wartość bonów pieniężnych NBP w obiegu, odzwierciedlająca skalę nadpłynności w krajowym sektorze bankowym, w analizowanym okresie istotnie wzrosła i w 2024 r. wyniosła 320 mld zł, tj. około 15% więcej niż w rok wcześniej (wykres 5.1.1)²⁶⁶. Na wzrost nadpłynności wpływ miało przede wszystkim wyższe saldo skupu walut obcych przez NBP. Był on również związany z wypłatami przez NBP na rzecz banków dyskonta od bonów pieniężnych oraz odsetek od rezerwy obowiązkowej. Wypłaty te w 2024 r. wyniosły łącznie 22,8 mld zł. W kierunku ograniczenia płynności sektora bankowego działały natomiast przede wszystkim wzrost pieniądza gotówkowego w obiegu (o 36,3 mld zł w ujęciu grudzień 2024 r. do grudnia 2023 r.) oraz rozliczenie zapadających obligacji zakupionych przez NBP w ramach operacji strukturalnych *outright* (spadek płynności w ciągu roku średnio o 9,2 mld zł).

Wykres 5.1.1. Bony pieniężne w obiegu w latach 2021–2024 (według stanu na koniec okresów utrzymywania rezerwy obowiązkowej)



Źródło: NBP.

²⁶⁶ Szerzej na temat czynników kształtujących płynność krajowego systemu bankowego w: *Raport roczny 2024. Płynność sektora bankowego. Instrumenty polityki pieniężnej NBP*, NBP, Warszawa 2024.

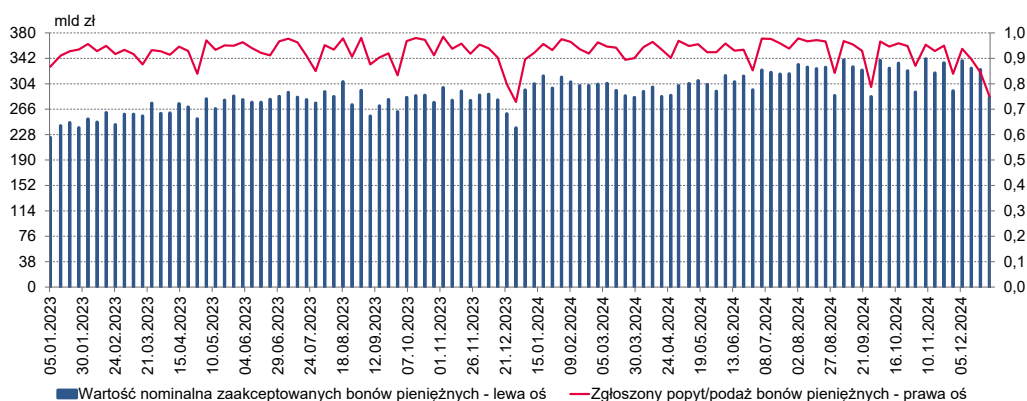
Rynek pierwotny

Zgodnie z założeniami polityki pieniężnej bank centralny za pomocą operacji otwartego rynku oddziałuje na płynność w sektorze bankowym w taki sposób, aby stabilizować indeks POLONIA wokół stopy referencyjnej²⁶⁷. Podstawowe operacje otwartego rynku polegają na emisji przez NBP bonów pieniężnych, co do zasady z 7-dniowym terminem zapadalności. Przetargi na te papiery dłużne odbywają się raz w tygodniu (w 2024 r. standardowo w piątki), a ich rozrachunek jest dokonywany tego samego dnia²⁶⁸. Rentowność oferowanych przez NBP bonów pieniężnych (określona według 360-dniowej bazy odsetkowej) jest równa ustalonej przez RPP stopie referencyjnej.

Średnia dzienna wartość wyemitowanych w operacjach podstawowych bonów pieniężnych w 2024 r. wyniosła około 310 mld zł, wobec prawie 271 mld zł w 2023 r. Podobnie jak w poprzednich latach zgłaszany przez banki na przetargach popyt na bony był nieco niższy od oferowanej podaży (wykres 5.1.2).

Aby ograniczać wahania krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych, NBP przeprowadzał również absorbujące płynność operacje dostrajające o terminach zapadalności krótszych niż 7 dni. Obejmowały one emisję bonów pieniężnych w ostatnim dniu roboczym okresu utrzymywania rezerwy obowiązkowej oraz dodatkowe nieregularne emisje tych instrumentów, organizowane w trakcie wspomnianego okresu. W 2024 r. zrealizowano 53 operacje dostrajające, w tym 41 nieregularnych. W ramach tych operacji bank centralny sprzedawał 1-, 2-, 3- i 4-dniowe bony pieniężne. Średnioroczna wartość tych emisji zwiększyła się z 7 mld zł w 2023 r. do 10 mld zł w 2024 r.

Wykres 5.1.2. Wartość nominalna bonów pieniężnych NBP emitowanych w ramach operacji podstawowych i relacja popytu do podaży na rynku pierwotnym w latach 2023–2024



Źródło: NBP.

²⁶⁷ Założenia polityki pieniężnej na rok 2024, NBP, Warszawa 2023, s. 7, materiał dostępny na stronie <https://nbp.pl/>.

²⁶⁸ Jeżeli piątek nie jest dniem roboczym, to dzień przetargu i termin zapadalności bonów pieniężnych są odpowiednio dostosowywane.

W przetargach na bony emitowane w operacjach podstawowych mogły uczestniczyć wszystkie banki spełniające warunki określone przez Zarząd NBP²⁶⁹. Operacje dostrajające są, zgodnie z uchwałą Zarządu NBP, przeprowadzane co do zasady z bankami, które spełniają wspomniane warunki oraz pełnią funkcję Dealerów Rynku Pieniężnego (DRP)²⁷⁰. Do 1 września 2024 r. pozostawała jednak w mocy decyzja Zarządu NBP z marca 2020 r., która w związku z uwarunkowaniami wynikającymi z pandemii COVID-19 umożliwiała dostęp do operacji dostrajających NBP również podmiotom mającym prawo uczestnictwa w podstawowych operacjach otwartego rynku.

Rynek wtórny i infrastruktura

Ewidencja bonów pieniężnych jest prowadzona w organizowanym przez NBP systemie SKARBNET4, który pełni rolę centralnego depozytu dla tych papierów wartościowych. System ten służy również do rozliczania i rozrachunku transakcji wspomnianymi papierami dłużnymi.

Obrót bonami pieniężnymi odbywa się na międzybankowym rynku OTC. W 2024 r. średnia dzienna wartość transakcji bonami pieniężnymi na rynku wtórnym wyniosła 8,7 mld zł., tj. około 2,4 mld zł więcej niż roku poprzednim. Były to wyłącznie operacje bezwarunkowe, co wynikało przede wszystkim z krótkich pierwotnych terminów zapadalności bonów pieniężnych (do 7 dni) oraz jeszcze krótszego okresu, w którym mogłoby nastąpić przeniesienie własności tych papierów wartościowych w celu ustanowienia na nich zabezpieczenia²⁷¹.

5.1.2.2. Krótkoterminowe bankowe papiery dłużne

Banki działające w Polsce w znikomym stopniu finansowały się środkami pozyskanymi z emisji krótkoterminowych bankowych papierów dłużnych (KBPD). W 2024 r. na tym rynku aktywne były jedynie dwa banki hipoteczne, które z mocy prawa nie mogą finansować działalności depozytami sektora niefinansowego oraz rządowego i samorządowego. Emitenci odpowiadali

²⁶⁹ Uchwała nr 56/2010 Zarządu NBP z dnia 21 października 2010 r. w sprawie kryteriów uczestnictwa banków krajowych, oddziałów banków zagranicznych oraz oddziałów instytucji kredytowych w operacjach otwartego rynku prowadzonych przez Narodowy Bank Polski (tekst jednolity Dz. Urz. NBP z 2015, poz. 12 z późn. zm.). Zgodnie z tą uchwałą operacje podstawowe są przeprowadzane z bankami, które: posiadają rachunek bieżący w NBP prowadzony w systemie SORBNET2, są uczestnikami systemu SKARBNET4 oraz są bezpośrednimi uczestnikami KDPW w przypadku, gdy przedmiotem operacji są papiery wartościowe zdeponowane w KDPW.

²⁷⁰ W 2023 r. status DRP miało trzynaście banków krajowych.

²⁷¹ Zgodnie z Uchwałą nr 7/2015 Zarządu NBP z dnia 12 marca 2015 r. w sprawie wprowadzenia Regulaminu prowadzenia przez Narodowy Bank Polski rachunków i kont depozytowych bonów skarbowych i bonów pieniężnych NBP w systemie SKARBNET4 oraz przeprowadzania w tym systemie operacji na papierach wartościowych (tekst jednolity Dz. Urz. NBP z 2017 r., poz. 18 z późn. zm.) dzień zakończenia transakcji *repo* lub SBB nie może przypadać później niż w dniu poprzedzającym termin wykupu bonów będących przedmiotem transakcji.

łącznie za znikomą część aktywów sektora bankowego, a udział zobowiązań z tytułu KBPD w pasywach sektora bankowego był śladowy.

Na koniec 2024 r. wartość zadłużenia z tytułu KBPD wyniosła około 3,3 mld zł. Mała skala wykorzystywania krótkoterminowych papierów wartościowych była związana głównie z dużą dostępnością depozytów sektora niefinansowego, które charakteryzują się znacznie niższym kosztem pozyskania niż finansowanie za pośrednictwem emisji papierów dłużnych. Wszystkie KBPD wyemitowane w analizowanym okresie były nominowane w złotych i podobnie jak w poprzednich latach były prawdopodobnie kierowane na rynek krajowy. Emisje oferowane przez banki nie były wprowadzane do obrotu na rynkach zorganizowanych²⁷².

Nie są dostępne szczegółowe dane o wartości operacji KBPD na rynku wtórnym. Transakcje tymi instrumentami są zawierane jedynie sporadycznie. Ze względu na krótki pierwotny termin zapadalności tych instrumentów nabywcy zazwyczaj utrzymują je do terminu wykupu.

5.1.2.3. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw

Wielkość rynku

W 2024 r. wartość emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP)²⁷³ wyniosła 40,5 mld zł w ramach 110 serii (tabela 5.1.2). Podobnie jak w poprzednich latach środki były w ten sposób pozyskiwane przede wszystkim przez podmioty leasingowe i faktoringowe działające w ramach grup bankowych. Zadłużenie z tytułu KPDP na koniec 2024 r. nieznacznie wzrosło, do 13,8 mld zł (z 13,3 mld zł na koniec poprzedniego roku), w tym prawie całość (13,4 mld zł) stanowiły emisje wspomnianych podmiotów. Stopień rozwoju rynków KPDP w poszczególnych państwach członkowskich UE był silnie zróżnicowany (wykres 5.1.3). Zadłużenie z tytułu emisji tych instrumentów przez podmioty krajowe na koniec 2024 r. stanowiło około 0,3% PKB Polski i było istotnie niższe niż w strefie euro (1,9%)²⁷⁴.

Tabela 5.1.2. Wartość zadłużenia z tytułu KPDP w latach 2021–2024 (w mld zł)

	2021	2022	2023	2024
Wartość zadłużenia	13,4	9,5	13,3	13,8
Wartość nowych emisji	29,4	27,7	37,1	40,5

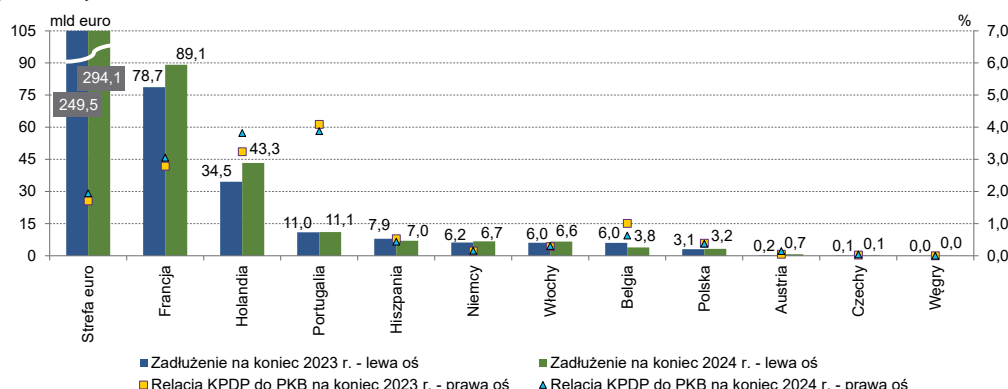
Źródło: dane KDPW.

²⁷² Papiery te spełniały warunki wyłączenia z obowiązku sporządzania i udostępniania prospektu emisyjnego.

²⁷³ Na potrzeby tego opracowania krajowy rynek KPDP obejmuje papiery dłużne o pierwotnym terminie zapadalności poniżej roku, wyemitowane w Polsce przez następujące kategorie podmiotów (według klasyfikacji ESA 2010): przedsiębiorstwa niefinansowe, pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego (z wyjątkiem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych), pomocnicze instytucje finansowe, instytucje finansowe typu *captive* i udzielające pożyczek.

²⁷⁴ Dane o zadłużeniu z tytułu KPDP w państwach członkowskich UE dostępne w portalu statystycznym EBC.

Wykres 5.1.3. Wartość zadłużenia z tytułu KPDP w wybranych państwach członkowskich UE oraz jego relacja do PKB na koniec 2023 i 2024 r.



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu KPDP w Polsce i jego relację do PKB obliczono na podstawie danych KDPW i GUS oraz przeliczono według średniego kursu EUR/PLN na koniec grudnia 2023 r. (4,3480) oraz na koniec grudnia 2024 r. (4,2730). Wartości dla pozostałych państw członkowskich UE bazują na danych EBC i Eurostat (zgodnie z którymi wartość zadłużenia z tytułu KPDP w Polsce w 2023 i 2024 r. wyniosłaby, odpowiednio, 2,3 mld euro i 2,5 mld euro). Wartości za 2023 r. różnią się od danych zamieszczonych w poprzedniej edycji tego opracowania ze względu na korekty danych publikowanych przez EBC, Eurostat i GUS.

Źródło: opracowano na podstawie danych EBC, Eurostat, GUS i KDPW.

Struktura rynku

W 2024 r. finansowanie na krajowym rynku krótkoterminowych papierów dłużnych pozyskało 16 przedsiębiorstw. Siedem spółek faktoringowych i leasingowych z grup bankowych wyemitowało KPDP o wartości 40,1 mld zł, w tym jedna spółka o wartości 22,4 mld zł. Przedsiębiorstwa niefinansowe uplasowały w tym okresie KPDP o wartości ponad 0,4 mld zł. Tylko 13 serii wspomnianych instrumentów finansowych o łącznej wartości 0,1 mld zł zostało w 2024 r. wyemitowanych przez spółki komunalne.

Na koniec analizowanego okresu w obiegu pozostawały 43 serie KPDP o równowartości 13,8 mld zł. Obejmowało to siedem serii papierów dłużnych nominowanych w euro (o łącznym nominale 833 mln euro), które zostały wyemitowane przez podmioty w ramach jednej grupy bankowej. W ciągu 2024 r. uplasowano w tej walucie również dziewięć serii KPDP, których terminy zapadalności przypadły przed końcem roku.

Ponad 80% KPDP (w ujęciu wartościowym, według stanu na koniec analizowanego okresu) było sprzedawanych z dyskontem (instrumenty zerokuponowe). W przypadku pozostałych KPDP wysokość kuponów była zmienna (co do zasady powiązana ze wskaźnikiem WIBOR), z wyjątkiem dwóch serii o stałym oprocentowaniu. Najczęściej emitowano KPDP o wartościach nominalnych 1 tys. zł, 100 tys. zł albo 1 mln zł. Średni pierwotny termin zapadalności tych KPDP wynosił 162 dni, ale w przypadku ponad jednej trzeciej tych papierów dłużnych był krótszy niż trzy miesiące. Prawie 70% KPDP (o wartości około 9,5 mld zł) stanowiły instrumenty zabezpieczone. Funkcję agentów emisji KPDP pełniły przeważnie duże banki.

Rynek wtórny i inwestorzy

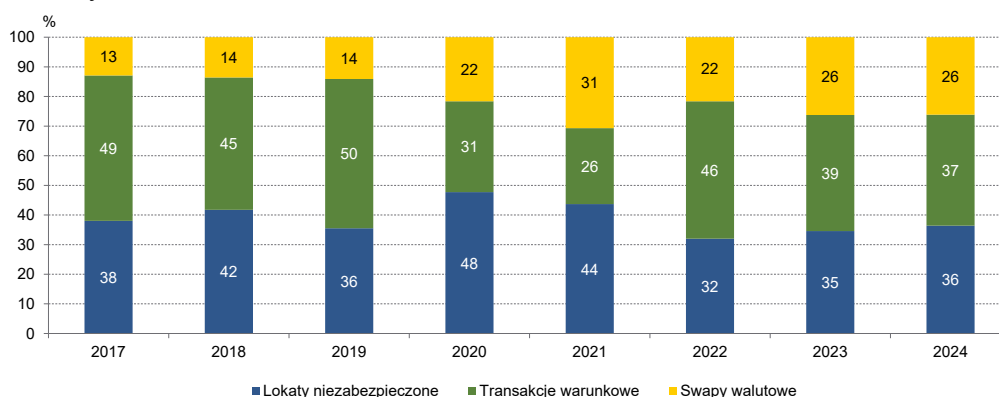
Ze względu na krótkie pierwotne terminy zapadalności KPDP nie były notowane na rynkach zorganizowanych, a transakcje nimi zawierano na rynku OTC za pośrednictwem agentów emisji. Z danych KDPW wynika, że serie KPDP o znacznej wartości, emitowane przez spółki faktoringowe i leasingowe, charakteryzowały się relatywnie dużą płynnością (w porównaniu z wartością transakcji większości serii długoterminowych obligacji przedsiębiorstw). Z danych NBP wynika, że w strukturze nabywców KPDP największe udziały na koniec 2024 r. miały: przedsiębiorstwa niefinansowe (53%), banki krajowe (24%) oraz osoby fizyczne (9%).

5.1.3. Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym

Rynek transakcji o charakterze lokacyjnym służy jego uczestnikom do bieżącego zarządzania płynnością finansową, tj. do lokowania przejściowych nadwyżek lub pożyczania brakujących środków. Ze względu na ryzyko kredytowe wśród transakcji lokacyjnych wyróżnia się lokaty niezabezpieczone oraz lokaty zabezpieczone walutami (*fx swap*) albo papierami wartościowymi (operacje warunkowe – *repo* i SBB).

W 2024 r. średnie dzienne obroty na krajowym rynku międzybankowych transakcji o charakterze lokacyjnym wyniosły 9,2 mld zł., tj. o 1% więcej niż rok wcześniej. Mniejszą aktywność banków krajowych w tym segmencie odnotowano wyłącznie w przypadku transakcji warunkowych. Wzrosła natomiast średnia dzienna wartość zawartych w 2024 r. niezabezpieczonych lokat międzybankowych (wzrost) o 9% oraz transakcji *fx swap* na tym rynku (wzrost o około 4%), co przyczyniło się do istotnego zmniejszenia udziału transakcji warunkowych w strukturze operacji o charakterze lokacyjnym na krajowym rynku międzybankowym (wykres 5.1.4).

Wykres 5.1.4. Struktura transakcji o charakterze lokacyjnym na krajowym rynku międzybankowym w latach 2017–2024



Uwagi: przedstawione obroty netto na międzybankowym rynku transakcji o charakterze lokacyjnym w Polsce są równe wartości nominalnej lokat niezabezpieczonych, transakcji warunkowych (*repo* i SBB) oraz swapów walutowych zawartych jedynie między bankami rezydentami.

Źródło: obliczono na podstawie danych NBP i MF.

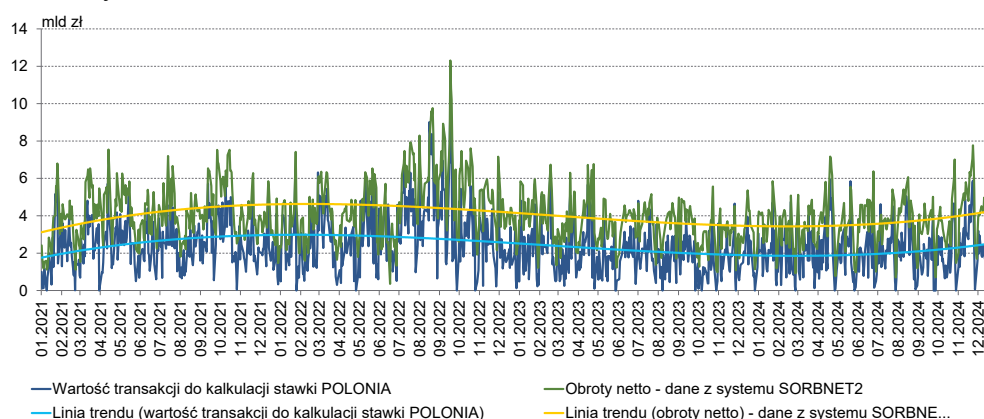
W 2024 r. banki krajowe wykorzystywały do zarządzania płynnością przede wszystkim operacje warunkowe (SBB i *repo*), głównie o terminach zapadalności do tygodnia włącznie, jak również lokaty niezabezpieczone, wśród których nadal dominowały transakcje O/N (ponad 99% wartości obrotów). Z kolei kontrahentami banków krajowych w transakcjach *fx swap* były głównie banki zagraniczne, które, regularnie odnawiając krótkoterminowe pożyczki w złotych, finansowały swoje inwestycje na krajowym rynku kapitałowym.

5.1.3.1. Lokaty niezabezpieczone

Wielkość rynku

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2024 r. wyniosły około 3,4 mld zł, tj. o 9% więcej niż w poprzednim roku (wykres 5.1.5). Płynność tego rynku była w praktyce skoncentrowana w segmencie transakcji O/N. W porównaniu z 2023 r. średnia dzienna wartość tych operacji wzrosła o 11% (do 3,4 mld zł), a ich liczba o ponad 19%. Wspomniana bardzo silna koncentracja przełożyła się na spadek średniej dziennej wartości transakcji ważonych ich okresem zapadalności (tzw. obrotodni), która w 2024 r. wyniosła 3,5 mld zł (o 6% mniej niż w 2023 r.). Ograniczona płynność krajowego rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych wynikała przede wszystkim z obowiązujących banki norm ostrożnościowych w zakresie ryzyka płynności, niskich limitów kredytowych na takie transakcje oraz małej liczby aktywnych uczestników tego rynku.

Wykres 5.1.5. Dzielne obroty netto na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w latach 2021–2024



Źródło: NBP.

Struktura rynku

Banki krajowe preferowały niezabezpieczone lokaty międzybankowe o najkrótszych terminach zapadalności, przede wszystkim ze względu na codzienne zmiany zapotrzebowania na płynne środki, wynikające m.in. z potrzeb klientów instytucjonalnych oraz prowadzenia rachunków *loro* w złotych dla podmiotów zagranicznych. Umożliwiało to elastyczność w zarządzaniu płynnością

oraz pozwalało ograniczyć ryzyko kredytowe kontrahenta. Preferencje te, w połączeniu z małą skłonnością banków krajowych do zawierania transakcji niezabezpieczonych na dłuższe okresy, wynikającą z norm płynnościowych określonych w regulacjach CRD IV/CRR, determinowały strukturę terminową tego rynku. Operacje O/N w 2024 r. stanowiły ponad 99% wartości obrotów (tabela 5.1.3).

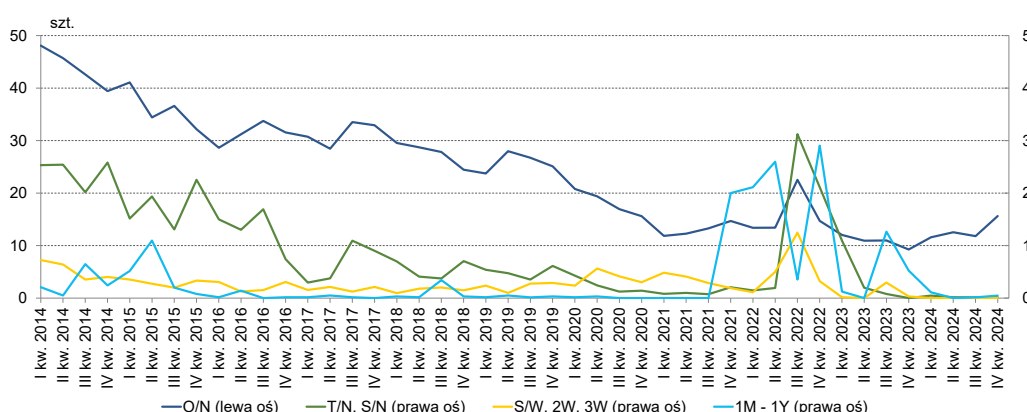
Tabela 5.1.3. Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w 2023 i 2024 r. (w %)

Termin pierwotny lokaty	I połowa 2023 r.	II połowa 2023 r.	I połowa 2024 r.	II połowa 2024 r.
O/N	97,5	98,0	98,9	99,3
T/N S/N S/W 2W 3W	0,8	0,4	0,2	0,0
1M 2M 3M 6M 9M 1Y	0,0	0,3	0,0	0,0
Niestandardowe terminy	1,7	1,3	0,9	0,7
Ogółem	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: NBP.

W 2024 r. na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych kontynuowany był proces zaniku aktywności banków krajowych w innych niż O/N segmentach transakcji o standardowych terminach zapadalności (wykres 5.1.6). W omawianym okresie zrealizowano tylko kilka operacji T/N i S/N, a łączna wartość tych transakcji zmalała w porównaniu do 2023 r. o 81% i wyniosła 894 mln zł. Nie zawarto ani jednej transakcji S/W i 2W. Zrealizowano tylko kilkanaście operacji o miesięcznych lub dłuższych terminach zapadalności (głównie 1Y), a ich łączna wartość zmalała w porównaniu z 2023 r. o 95% i wyniosła 60 mln zł.

Wykres 5.1.6. Średnia dzienna liczba transakcji zawartych na krajowym rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych w okresie I kwartał 2014 r. – IV kwartał 2024 r.



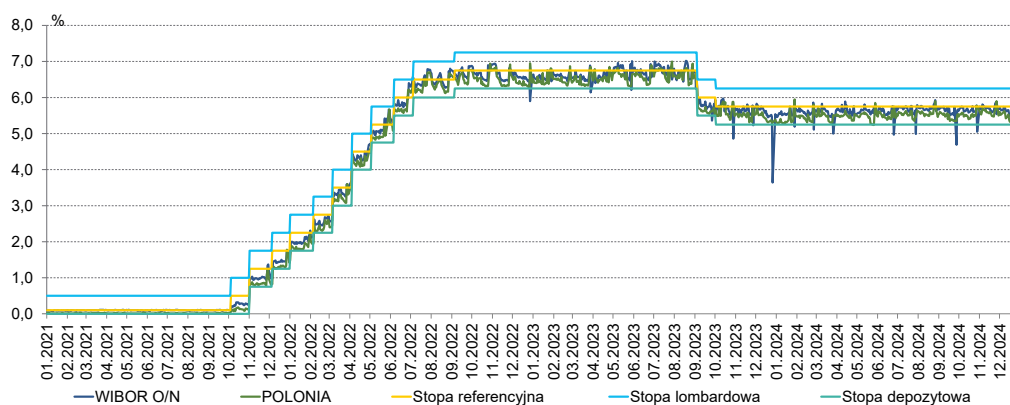
Źródło: opracowano na podstawie danych z systemu SORBNET2.

Kredyt techniczny pozostawał ważnym instrumentem zarządzania płynnością w bankach w ciągu dnia operacyjnego. Jest on udzielany przez NBP uczestnikom systemu płatności SORBNET2 w zamian za przeniesienie prawa własności do skarbowych papierów wartościowych, papierów wartościowych gwarantowanych przez Skarb Państwa, bonów pieniężnych oraz wskazanych na

stronie internetowej NBP nieskarbowych papierów dłużnych zarejestrowanych w KDPW²⁷⁵. Średnia dzienna wartość zaciągniętego w 2024 r. przez banki kredytu technicznego w porównaniu z poprzednim rokiem wzrosła o 16% i wyniosła 92 mld zł. Zabezpieczenie kredytu technicznego stanowiły przede wszystkim obligacje skarbowe (80% wartości).

Stawka POLONIA²⁷⁶ oraz wskaźnik WIBOR O/N co do zasady utrzymywały się w przedziale wahań wyznaczonym przez stopy procentowe NBP – depozytową i lombardową (wykres 5.1.7). W analizowanym okresie odnotowano siedem dni, w których nie zawarto ani jednej transakcji O/N między uczestnikami fixingu POLONIA. W tych dniach, zgodnie z regulaminem fixingu²⁷⁷, obowiązywały stawka z poprzedniego dnia.

Wykres 5.1.7. Wskaźnik WIBOR O/N, stawka POLONIA oraz stopy NBP: depozytowa, lombardowa i referencyjna w latach 2021–2024



Źródło: NBP i LSEG.

W porównaniu z 2023 r. w analizowanym okresie o 9% zwiększyła się średnia wartość transakcji zawieranych między bankami uczestniczącymi w fixingu POLONIA. W 2024 r. nie zmieniła się liczba uczestników tego fixingu (nadal było to 18 banków). Ich transakcje stanowiły 62% wartości wszystkich lokat O/N zawartych w 2024 r. między bankami będącymi uczestnikami systemu płatności SORBNET2.

W 2024 r. nie zmieniła się również liczba uczestników fixingu wskaźników WIBOR i WIBID. Kwotowania na potrzeby ich wyznaczania przekazywało dziesięć banków. W analizowanym

²⁷⁵ Uchwała nr 9/2015 Zarządu NBP z dnia 12 marca 2015 r. w sprawie wprowadzenia Regulaminu refinansowania banków kredytem lombardowym oraz kredytem w ciągu dnia operacyjnego przez Narodowy Bank Polski (tekst jednolity Dz. Urz. NBP z 2022, poz. 7).

²⁷⁶ Stawka POLONIA (Polish Overnight Index Average) jest publikowana każdego dnia roboczego o godz. 17.00 w serwisie informacyjnym LSEG oraz na stronie NBP, który odpowiada za jej kalkulację. Stawka ta jest obliczana jako średnie oprocentowanie lokat międzybankowych O/N ważone wartością tych lokat. Bazą do obliczania tej stawki są zawarte między uczestnikami fixingu i skierowane do rozrachunku do godziny 16.30 transakcje, o których informacje zostały przekazane przez uczestników fixingu do NBP do godziny 16.45.

²⁷⁷ Uchwała nr 24/2023 Zarządu Narodowego Banku Polskiego z dnia 17 kwietnia 2023 r. w sprawie wprowadzenia „Regulaminu Fixingu Stawki Referencyjnej POLONIA” (Dz. Urz. NBP z 2023 r., poz. 5).

okresie kontynuowano prace nad reformą wskaźników referencyjnych, której celem jest zastąpienie wskaźnika WIBOR w umowach i instrumentach finansowych wskaźnikiem typu *risk-free*, podobnie jak miało to miejsce w innych jurysdykcjach (ramka 5.1.1).

Ramka 5.1.1. Reforma wskaźników referencyjnych stóp procentowych w Polsce

Prace Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych

W I kwartale 2024 r. Narodowa Grupa Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR)¹ kontynuowała prace zmierzające do zastąpienia kluczowego wskaźnika referencyjnego WIBOR przez nowy wskaźnik typu *risk-free* (RFR)². Były one realizowane zgodnie z przyjętym w 2022 r., a następnie zaktualizowanym w IV kwartale 2023 r. harmonogramem (tzw. mapą drogową). W kwietniu 2024 r. Komitet Sterujący NGR (KS NGR) poinformował o rozpoczęciu, na wniosek Ministerstwa Finansów, procesu przeglądu i analizy potencjalnych wskaźników alternatywnych dla WIBOR. W komunikacie KS NGR wskazano, że przegląd ma na celu weryfikację decyzji o wyborze indeksu WIRON jako docelowego wskaźnika, który miałby zastąpić WIBOR, „w oparciu o szerszy zakres informacji rynkowych w dynamicznie zmieniającym się środowisku makroekonomicznym polskiej gospodarki”³. Przegląd obejmował zarówno wskaźnik WIRON, jak i inne potencjalne wskaźniki RFR.

Przegląd potencjalnych wskaźników alternatywnych dla WIBOR typu RFR

W ramach przeglądu potencjalnych indeksów/wskaźników RFR w maju 2024 r. uruchomiono konsultacje publiczne. Dokument konsultacyjny⁴ zawierał szczegółowe charakterystyki wskaźnika WIRON oraz czterech propozycji indeksów⁵: WRR, WIRF, WIRON+ oraz WIRF+. Towarzyszył mu kwestionariusz oceny propozycji indeksów RFR, zawierający zarówno pytania umożliwiające dokonanie ich oceny ilościowej, jak i miejsce na komentarze respondentów. W konsultacjach wzięło udział 28 podmiotów, w tym m.in. banki, TFI oraz zakłady ubezpieczeń.

Najwyższą ocenę ilościową w każdej kategorii pytań pomocniczych otrzymała propozycja indeksu WRR, najgorzej oceniono natomiast wskaźnik WIRON oraz propozycję indeksu WIRON+. Wysokim ocenom propozycji indeksu WRR towarzyszyły komentarze o konieczności podejmowania działań mających na celu zwiększenie transakcyjności oraz rozwój rynku transakcji warunkowych w Polsce. Ponadto respondenci zwracali uwagę m.in. na zasadność usunięcia segmentu pozostałych instytucji finansowych⁶ z rynków bazowych proponowanych indeksów i potrzebę przeprowadzenia dodatkowej tury konsultacji⁷.

Mając na uwadze wyniki konsultacji oraz przeprowadzone dodatkowe analizy, KS NGR zdecydował o uruchomieniu 4 października 2024 r. dodatkowej tury konsultacji, w których przedmiotem oceny była zmodyfikowana lista propozycji indeksów typu RFR⁸: WIRF, WIRF-, WIRF+, WIRF+/- . Nie uwzględniono ani wybranego w 2022 r. na następcę WIBOR wskaźnika WIRON, ani najwyższej ocenionej w poprzedniej turze konsultacji propozycji indeksu WRR. Jak wyjaśniono w komunikacie, wskaźnik WIRON nie został wybrany do dodatkowej tury konsultacji, ponieważ cechował się najwyższą zmiennością w stosunku do innych analizowanych propozycji indeksów, co decydowało o najniższym prawdopodobieństwie wykreowania płynnego rynku instrumentów pochodnych na ten wskaźnik. W przypadku propozycji indeksu WRR wskazano, że w toku prac zidentyfikowano potrzebę dokonania zbyt wielu wieloaspektowych działań mających na celu rozwój rynku transakcji warunkowych, a trudno przewidzieć zarówno czas trwania takich działań, jak i ich efekty.

We wspomnianej dodatkowej turze konsultacji wzięło udział 19 podmiotów. Najwyżej oceniono propozycję indeksu WIRF-, co respondenci uzasadniali przede wszystkim homogenicznością zasobu transakcyjnego, relatywnie niską zmiennością tej propozycji indeksu oraz najwyższym, w ich ocenie, prawdopodobieństwem

stworzenia płynnego rynku instrumentów pochodnych na taki docelowy indeks. Zauważono, że propozycja indeksu WIRF– cechuje się najniższym, ale wystarczającym zasobem transakcyjnym⁹.

Wybór docelowego wskaźnika referencyjnego stopy procentowej, który miałby zastąpić wskaźnik referencyjny WIBOR

W grudniu 2024 r. KS NGR wybrał propozycję indeksu pod techniczną nazwą WIRF– (w toku późniejszych prac NGR wybrano docelową nazwę: POLSTR), bazującego na danych o transakcjach zawieranych z instytucjami kredytowymi oraz wybranymi niemonetarnymi instytucjami finansowymi, jako docelowego wskaźnika referencyjnego stopy procentowej, który miałby zastąpić WIBOR¹⁰. Jak wskazano w opublikowanym 10 grudnia 2024 r. komunikacie, KS NGR w swojej decyzji uwzględnił wyniki dodatkowej tury konsultacji oraz ocenę cech ilościowych i jakościowych poszczególnych propozycji indeksów, do których należały m.in.: zmienność oraz powiązanie ze zmianami stóp procentowych NBP, potencjał do zastosowania w szerokim zakresie umów i instrumentów finansowych, zasób informacyjny oraz możliwość stworzenia krzywej terminowej.

¹ Informacje na temat prac NGR są dostępne na stronie https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne.

² Wówczas zgodnie z decyzją KS NGR (dostępną na stronie https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne) z 2022 r. miał być nim WIRON.

³ Komunikat dostępny na stronie https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne.

⁴ Dokument konsultacyjny dostępny na stronie https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne.

⁵ WIRON bazuje na danych o depozytach niezabezpieczonych zawartych z instytucjami kredytowymi, instytucjami finansowymi oraz dużymi przedsiębiorstwami;

WIRF bazuje na danych o depozytach niezabezpieczonych zawartych z instytucjami kredytowymi oraz instytucjami finansowymi;

WRR bazuje na danych o transakcjach *repo* oraz SBB zawartych z instytucjami kredytowymi i instytucjami finansowymi;

WIRON+ bazuje na danych o depozytach niezabezpieczonych zawartych z instytucjami kredytowymi, instytucjami finansowymi, dużymi przedsiębiorstwami i tzw. instytucjami publicznymi;

WIRF+ bazuje na danych o depozytach niezabezpieczonych zawartych z instytucjami kredytowymi, instytucjami finansowymi oraz tzw. instytucjami publicznymi.

⁶ Pozostałe instytucje finansowe to niemonetarne instytucje finansowe inne niż fundusze inwestycyjne, fundusze rynku pieniężnego, zakłady emerytalno-rentowe oraz zakłady ubezpieczeń.

⁷ Wyniki konsultacji publicznych są dostępne na stronie https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne.

⁸ WIRF– bazuje na danych o depozytach niezabezpieczonych zawartych z instytucjami kredytowymi oraz wybranymi niemonetarnymi instytucjami finansowymi (WIRF bez danych o depozytach pozostałych instytucji finansowych);

WIRF+/- bazuje na danych o depozytach niezabezpieczonych zawartych z instytucjami kredytowymi, wybranymi niemonetarnymi instytucjami finansowymi oraz tzw. instytucjami publicznymi (WIRF+ bez danych o depozytach pozostałych instytucji finansowych).

⁹ Wyniki dodatkowej tury konsultacji omówiono w komunikacie KS NGR opublikowanym na stronie https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne.

¹⁰ Decyzja KS NGR dostępna na stronie https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne.

Uczestnicy i infrastruktura rynku

Ze względu na niewielką liczbę aktywnych uczestników i lokalny charakter rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych jego płynność w dużym stopniu zależała od transakcji kilku dużych banków. Największą aktywność na tym rynku wykazywały m.in. podmioty dysponujące silną bazą depozytową i rozwiniętą siecią detaliczną, a także banki pełniące funkcję korespondenta dla banków zagranicznych, tj. pośredniczące w realizacji ich płatności w złotych.

W 2024 r. utrzymywał się wysoki stopień koncentracji obrotów. Transakcje pięciu najbardziej aktywnych dawców płynności stanowiły około 75% wartości obrotów netto. Tyle samo wyniósł udział dla pięciu najbardziej aktywnych banków pozyskujących płynność.

Warunki transakcji na rynku niezabezpieczonych lokat międzybankowych były uzgadniane głównie w elektronicznym systemie konwersacyjnym LSEG lub telefonicznie. W mniejszym stopniu korzystano z usług brokera głosowego.

5.1.3.2. Swapy walutowe

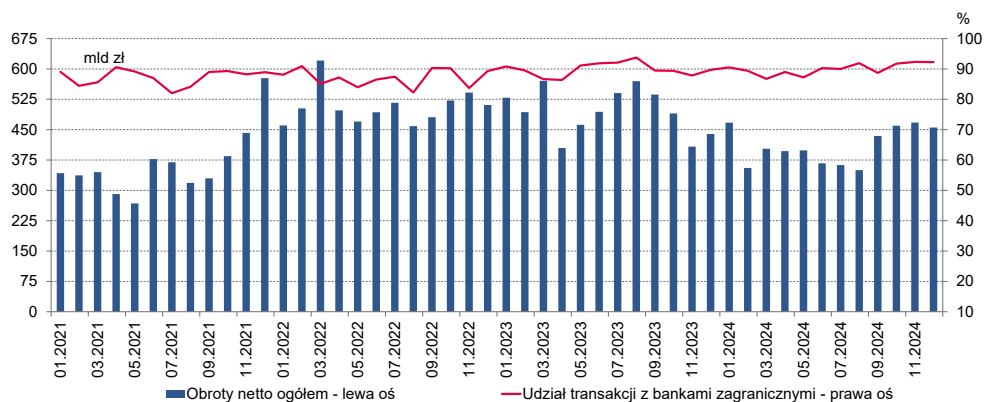
Swap walutowy (*fx swap*) jest złożeniem dwóch przeciwstawnych transakcji wymiany walut, których rozrachunek następuje w różnych terminach. W sensie ekonomicznym jest to pożyczka udzielona w jednej walucie i zabezpieczona inną walutą. Swap walutowy jest wykorzystywany przede wszystkim do zarządzania płynnością. Sprzedaż waluty obcej w wymianie początkowej, a następnie jej obowiązkowe odkupienie w wymianie końcowej m.in. umożliwiając pozyskiwanie złotych na określony czas. Odwrotna transakcja pozwala natomiast pozyskać waluty obce na ustalony w jej warunkach okres.

Wielkość i uczestnicy rynku

Na podstawie danych NBP, BIS oraz Banku Anglii można oszacować, że wartość średnich dziennych obrotów netto na globalnym rynku *fx swap* z udziałem złotego w 2024 r. wyniosła około 29 mld USD, tj. o około 10% więcej niż rok wcześniej. Tak jak w poprzednich latach zdecydowaną większość operacji *fx swap* z udziałem złotego realizowano na rynku *offshore*, tj. w transakcjach między nierezydentami. Globalni inwestorzy instytucjonalni poszukiwali, m.in. na krajowym rynku kapitałowym, aktywów zapewniających wysoką dochodowość (*search for yield*), do finansowania których wykorzystywali złote pozyskiwane m.in. w transakcjach *fx swap*. W 2024 r. wzrósł udział nierezydentów w strukturze nabywców krajowych obligacji skarbowych. Operacje na krajowym rynku swapów walutowych stanowiły zaledwie około 18% wartości obrotów na globalnym rynku takich transakcji z udziałem złotego.

W 2024 r. średnie dzienne obroty na krajowym rynku *fx swap* złotego wyniosły 20,8 mld zł, tj. o około 18% mniej niż rok wcześniej. Średnia dzienna wartość transakcji zawartych przez banki krajowe z innymi bankami wyniosła 19,1 mld zł – o 19% mniej niż w 2023 r. Z kolei w przypadku operacji realizowanych wyłącznie między bankami krajowymi, których średnia dzienna wartość wyniosła 2,5 mld zł, wzrost w porównaniu z poprzednim rokiem wyniósł około 4%. Swapy walutowe nadal były najbardziej płynnym instrumentem międzybankowego rynku pieniężnego w Polsce (wykres 5.1.8).

Wykres 5.1.8. Miesięczne obroty netto na międzybankowym rynku *fx swap* złotego w Polsce w latach 2021–2024



Uwagi: obroty netto – miesięczna wartość nominalnych kwot transakcji po wyeliminowaniu efektu podwójnej sprawozdawczości. Przedstawione wartości obejmują jedynie te transakcje, w których jedną z walut był złoty.

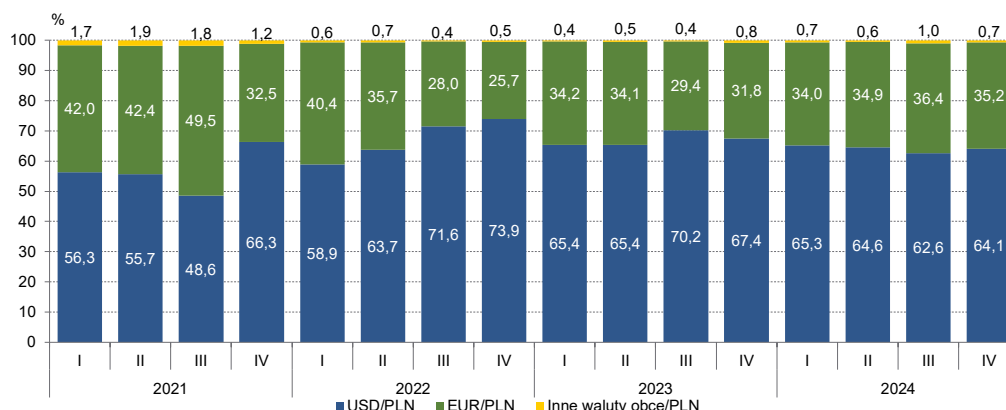
Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

W 2024 r. banki stopniowo ograniczały swoją aktywność na rynku transakcji *fx swap* z udziałem złotego. Miało to związek z relatywnie stabilną sytuacją na rynkach finansowych, w tym z dalszym ograniczeniem zmienności kursu walutowego oraz spadkiem oczekiwań na zmiany stóp procentowych banku centralnego. Średnia dzienna wartość transakcji *fx swap* z udziałem złotego na krajowym rynku klientowskim w 2024 r. wzrosła o ponad 6% w porównaniu z 2023 r. i wyniosła 1,1 mld zł. Kontrahentami banków były głównie krajowe fundusze inwestycyjne, które wykorzystywały transakcje *fx swap* przede wszystkim w celu ograniczania ryzyka inwestycyjnego.

Struktura rynku

W strukturze walutowej realizowanych na rynku krajowym operacji *fx swap* złotego, podobnie jak w poprzednich latach, w 2024 r. przeważały operacje wymiany USD/PLN – ich udział wyniósł około 64% (wykres 5.1.9). Wynikało to z funkcjonującego na światowym rynku walutowym standardu wykorzystywania dolarów amerykańskich w międzybankowych operacjach *fx swap* oraz częstego stosowania przez banki zagraniczne strategii zawierania transakcji *fx swap*, zgodnie z którą wymieniają one nisko oprocentowane waluty na dolary amerykańskie i dopiero w następnej kolejności nabywają za nie waluty lokalne, w tym złotego.

Wykres 5.1.9. Struktura walutowa obrotów na krajowym rynku *fx swap* w latach 2021–2024

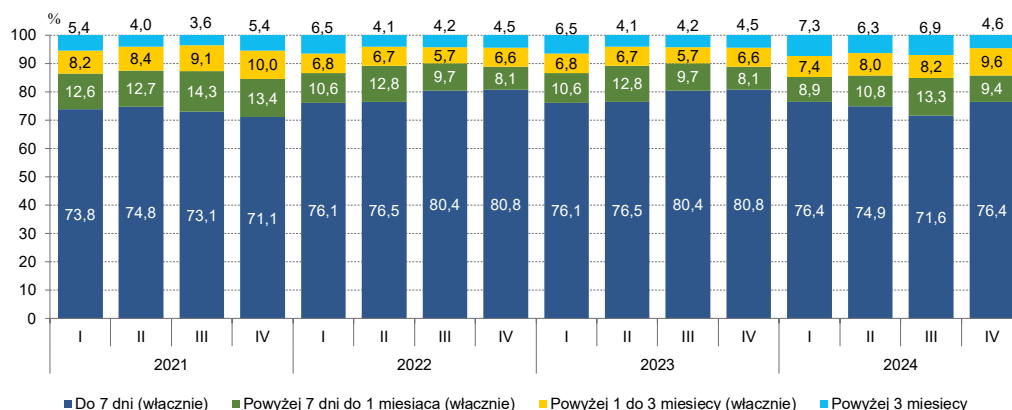


Uwaga: ze względu na zaokrąglenia sumy udziałów poszczególnych par walutowych mogą nieznacznie różnić się od 100.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

W 2024 r. średnia dzienna wartość transakcji *fx swap* USD/PLN zmalała w porównaniu z poprzednim rokiem o około 22%, do 13,4 mld zł. O około 11% zmniejszyła się wartość operacji *fx swap* EUR/PLN. Ponadto na krajowym międzybankowym rynku transakcji *fx swap* realizowano operacje bez udziału złotego. Banki krajowe wykorzystywały wspomniane transakcje (głównie EUR/USD) przede wszystkim w wymianach krzyżowych, których celem było pozyskanie walut obcych przy możliwie niskich kosztach transakcyjnych. W określonych warunkach rynkowych złożenie odpowiednich transakcji realizowanych na rynkach najbardziej płynnych par walutowych mogło być bowiem korzystniejsze niż nabycie danej waluty bezpośrednio za złote. W 2024 r. średnia dzienna wartość transakcji waluta obca – waluta obca wyniosła 11,2 mld zł, tj. o 15% mniej niż w 2023 r.

W 2024 r., podobnie jak w poprzednich latach, krajowy rynek *fx swap* złotego charakteryzował się dużym udziałem transakcji o najkrótszych terminach zapadalności. Operacje o pierwotnym terminie do tygodnia łącznie odpowiadały za około 75% wartości obrotów netto (wykres 5.1.10). Taka struktura terminowa transakcji była determinowana przez strategię zarządzania płynnością w poszczególnych walutach. Zagraniczne banki oraz fundusze inwestycyjne, wykorzystujące swapy walutowe m.in. do finansowania swoich pozycji w nominowanych w złotych papierach wartościowych, preferowały regularne odnawianie krótkoterminowych transakcji *fx swap* (głównie T/N oraz S/W). Dawało im to elastyczność w określaniu terminów zakończenia inwestycji oraz w zarządzaniu ryzykiem walutowym, wynikającym z ich zaangażowania na krajowym rynku finansowym.

Wykres 5.1.10. Struktura terminowa obrotów na rynku *fx swap* w Polsce w latach 2021–2024

Uwaga: ze względu na zaokrąglenia sumy udziałów poszczególnych par walutowych mogą nieznacznie różnić się od 100.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Swapy walutowe o terminach zapadalności powyżej siedmiu dni do jednego miesiąca odpowiadały za około 11% wartości obrotów netto. Transakcje o terminach powyżej miesiąca były zawierane znacznie rzadziej, głównie przez banki krajowe, które stosowały je do niwelowania niedopasowania struktury walutowej aktywów i pasywów. Kontrahentami w tych operacjach były przede wszystkim podmioty zagraniczne, zapewniające sobie w ten sposób niezmienny w czasie trwania transakcji koszt finansowania portfeli krajowych papierów wartościowych. Długoterminowe transakcje *fx swap* były wykorzystywane również do spekulacji na zmiany stóp procentowych lub, przy zawarciu dodatkowej odpowiedniej transakcji kasowej, kursu walutowego. Ponadto banki krajowe stosowały te instrumenty w strategiach mających na celu niwelowanie ekspozycji walutowych wynikających z transakcji *forward* zawieranych z podmiotami niebankowymi.

Infrastruktura rynku

Banki krajowe najczęściej ustalały warunki operacji *fx swap* bezpośrednio z kontrahentami za pośrednictwem elektronicznych systemów konwersacyjnych (np. LSEG lub Instant Bloomberg), a także za pośrednictwem brokerów głosowych – odpowiednio 38% i 24% wartości obrotów zrealizowanych na krajowym rynku swapów walutowych. Rzadziej zawierano transakcje przez telefon, za pośrednictwem elektronicznych platform transakcyjnych prowadzonych przez pojedyncze banki, jak i międzybankowych systemów automatycznie kojarzących oferty kupna i sprzedaży. Standardowe kwoty transakcji *fx swap* z udziałem złotego o terminie zapadalności do siedmiu dni wynosiły 50 lub 100 mln USD, a dla swapów walutowych o dłuższych terminach zapadalności było to 25 lub 50 mln USD.

5.1.3.3. Transakcje warunkowe

Pożyczki pieniężne udzielane w transakcjach warunkowych są zabezpieczone papierami wartościowymi, co pozwala znacznie ograniczyć ekspozycję na ryzyko kredytowe kontrahenta. Transakcje te, bazujące na odpowiedniej dokumentacji prawnej, co do zasady umożliwiają pozyskanie środków nawet w sytuacji zaburzeń na rynku pieniężnym. Są one stosowane również w strategiach inwestycyjnych wykorzystujących dźwignię finansową. Uczestnicy rynku mogą zwiększać ekspozycję na zmiany cen obligacji, pożyczając środki na ich zakup w zamian za ustanowienie zabezpieczenia na nabytych wcześniej papierach dłużnych (najczęściej tego samego emitenta).

Na rynku pieniężnym w Polsce funkcjonują dwa rodzaje operacji warunkowych, w których następuje czasowe przeniesienie prawa własności papierów wartościowych: *repo* oraz SBB. Istnienie tych dwóch rodzajów transakcji wynika przede wszystkim z odmiennych reguł ich wykorzystywania przez niebankowe instytucje finansowe oraz z historycznych uwarunkowań. Transakcje *repo* i SBB zawierane na podstawie umowy ramowej, wzorowanej na Global Master Repurchase Agreement²⁷⁸, mają niemal identyczną naturę ekonomiczną i strona pozyskująca środki pieniężne w wymianie początkowej nadal powinna ujmować w swoich aktywach papiery wartościowe stanowiące zabezpieczenie. Te dwa rodzaje operacji różnią się jedynie warunkami przekazywania pożytków od papierów wartościowych stanowiących zabezpieczenie (w przypadku transakcji SBB pożytki te w trakcie trwania transakcji zachowuje strona, która zakupiła papier z przyrzeczeniem jego odsprzedaży, a w przypadku transakcji *repo* ich ekwiwalent jest przekazywany stronie, która sprzedała papier z przyrzeczeniem jego odkupu), zasadami substytucji tego zabezpieczenia oraz oznaczeniem w KDPW. Różnice te nie mają istotnego wpływu na ekonomiczny charakter transakcji. W przypadku *repo* ze względu na zabezpieczenia rozróżnia się dwa rodzaje: *general collateral* oraz *special collateral*. W transakcjach *general collateral* zabezpieczenie stanowią instrumenty z określonego koszyka papierów wartościowych spełniających ustalone kryteria (np. obligacje skarbowe danego emitenta o określonych parametrach) i w pierwszej nodze operacji może być nabywany papier o odmiennym ISIN i serii niż ten, który jest następnie odsprzedawany w drugiej nodze, o ile oba papiery należą do tego koszyka. Natomiast w transakcjach *special collateral* zabezpieczenie jest ściśle określone (np. obligacje danej serii o konkretnym kodzie ISIN). Ponadto w przypadku operacji *repo* jej strony w dniu zawarcia transakcji mogą (ale nie muszą) określić konkretną datę ostatecznego jej rozliczenia, podczas gdy w przypadku operacji SBB termin zapadalności jest zawsze z góry określony (co wynika ze sposobu obliczania ceny odkupu). Co więcej, istnieje możliwość zawarcia tzw. transakcji *open repo*, bez ustalonego terminu odkupu.

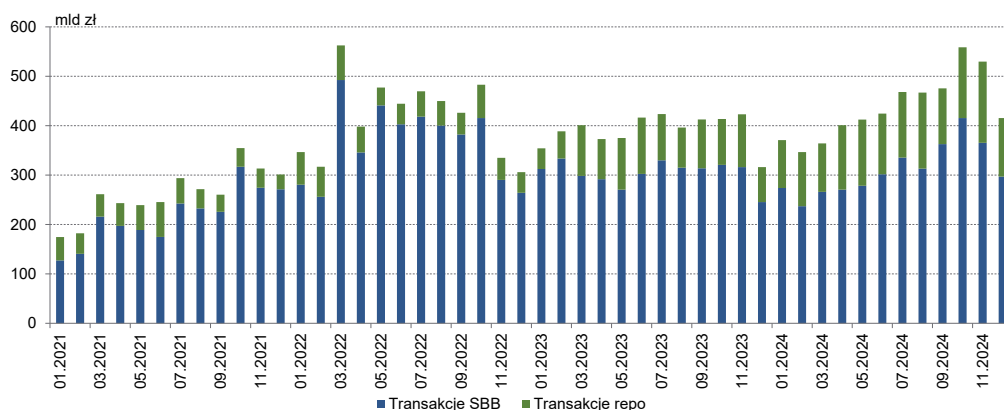
²⁷⁸ Standard umowy ramowej powszechnie akceptowany na globalnym rynku transakcji warunkowych. Jego wzór – Global Master Repurchase Agreement 2011 (GMRA 2011) – jest dostępny na stronie <http://www.icmagroup.org/>.

Na krajowym rynku pieniężnym zawierane są także transakcje SBB, których warunki nie są regulowane standardową umową ramową. Są one określane jako nieudokumentowane (*undocumented*) i w sensie ekonomicznym oraz prawnym powinny być traktowane jako dwie odrębne transakcje: kupna i sprzedaży papierów wartościowych. Tak też powinny być one ujmowane w księgach rachunkowych kontrahentów.

Wielkość rynku i jego uczestnicy

W 2024 r. średnia dzienna wartość transakcji warunkowych wzrosła i wyniosła 20,9 mld zł, tj. około 11% więcej niż w poprzednim roku. Wzrost aktywności zaobserwowano przede wszystkim w przypadku transakcji *repo* (6,1 mld zł w 2024 r. wobec 4,2 mld zł w 2023 r.) i dotyczył on wszystkich segmentów rynku. Z kolei średnie dzienne obroty na rynku SBB w 2024 r. wyniosły 14,8 mld zł, podobnie jak rok wcześniej (wykres 5.1.11).

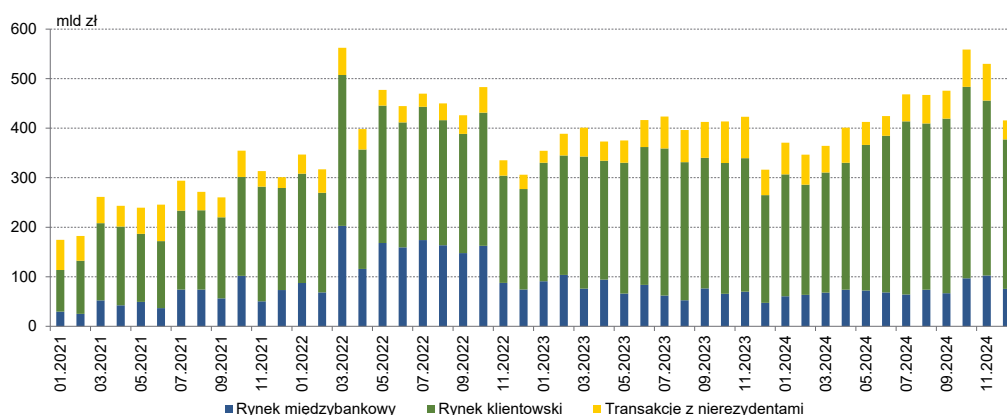
Wykres 5.1.11. Miesięczne obroty netto na krajowych rynkach SBB i *repo* w latach 2021–2024



Źródło: opracowano na podstawie danych NBP, KDPW oraz MF.

Aktywność na rynku operacji *repo* wzrosła zarówno w przypadku transakcji między bankami krajowymi, jak i transakcji banków z niekredytowymi instytucjami finansowymi oraz nierezydentami (wykres 5.1.12). Wzrost średnich dziennych obrotów w segmencie klientowskim w 2024 r. (o 64% wobec 2023 r.) mógł wynikać – podobnie jak w poprzednim roku – m.in. ze zmiany sposobu zarządzania płynnością przez niektóre towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które stopniowo odchodziły od stosowania w tym celu transakcji SBB. W przypadku transakcji *repo* zawieranych z nierezydentami banki krajowe występowały częściej jako nabywcy papierów wartościowych w wymianie początkowej. Wartość takich transakcji wzrosła w 2024 r. o 22% wobec roku poprzedniego. Wzrostowi aktywności w segmencie transakcji *repo* sprzyjało ich promowanie w związku z działalnością podzespołu Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR), którego celem była identyfikacja barier dalszego rozwoju rynku tych operacji transakcji w Polsce i sformułowanie postulatów mających na celu wyeliminowanie takich barier.

Wykres 5.1.12. Miesięczne obroty netto na krajowym międzybankowym i klientowskim rynku transakcji warunkowych w latach 2021–2024



Źródło: opracowano na podstawie danych NBP, KDPW oraz MF.

W strukturze podmiotowej obrotów na rynku transakcji SBB nadal wyraźnie przeważały operacje, w których kontrahentami banków krajowych były niekredytowe instytucje finansowe. Średnie dzienne obroty na rynku klientowskim tych operacji warunkowych w 2024 r. wyniosły 12,2 mld zł i stanowiły 82% wszystkich transakcji SBB. Podobnie jak w poprzednich latach najbardziej aktywne w tym segmencie rynku operacji warunkowych były fundusze inwestycyjne. Podmioty te wykorzystywały wspomniane instrumenty przede wszystkim do zarządzania płynnością, tj. pożyczania środków pieniężnych od banków lub, rzadziej, lokowania w bankach przejściowych nadwyżek płynności. Pokrywanie potrzeb płynnościowych przez zawieranie transakcji SBB ze względu na ograniczone ryzyko kredytowe kontrahenta było łatwiejsze i tańsze niż na rynku pożyczek niezabezpieczonych. Ponadto fundusze inwestycyjne używały takich transakcji w strategiach inwestycyjnych (z zastosowaniem dźwigni finansowej). Z kolei niektóre banki wykorzystywały wspomniane operacje w celu pozyskiwania od funduszy inwestycyjnych papierów wartościowych.

Aktywnym uczestnikiem rynku transakcji warunkowych był KDPW_CCP. Było to związane z określonymi w rozporządzeniu EMIR oraz wewnętrznych regulacjach tego podmiotu wymogami w zakresie polityki inwestycyjnej.

Transakcje warunkowe zabezpieczone krajowymi obligacjami skarbowymi były zawierane także między nierezydentami, tj. na rynku *offshore* (dane o tym rynku nie są ujmowane w zestawieniach prezentowanych w niniejszym rozdziale). Według szacunków bazujących na danych KDPW wartość takich operacji w 2024 r. istotnie wzrosła, przede wszystkim w przypadku transakcji *repo*. Operacje te stanowiły ponad 11% wartości całego rynku transakcji warunkowych.

Struktura rynku

Na krajowym rynku transakcji warunkowych zabezpieczeniem były przede wszystkim skarbowe papiery wartościowe. W 2024 r. wykorzystywano je w 99% zrealizowanych operacji.

W analizowanym okresie, podobnie jak w poprzednich latach, zarówno na rynku międzybankowym, jak i w segmencie klientowskim dominowały transakcje warunkowe o terminie zapadalności do siedmiu dni (tabela 5.1.4). Ponad połowę ich wartości stanowiły operacje jednodniowe. Taka struktura terminowa wynikała z wykorzystywania transakcji warunkowych przede wszystkim do bieżącego zarządzania płynnością przez krajowe instytucje finansowe.

Na wspomnianą strukturę terminową obrotów na krajowym rynku transakcji warunkowych w 2024 r. wpływ miała niezmiennie konstrukcja podatku od niektórych instytucji finansowych. Należna kwota tego podatku była bowiem określana na koniec każdego miesiąca na podstawie wartości aktywów instytucji finansowej, pomniejszonej m.in. o wartość posiadanych przez nią skarbowych papierów wartościowych oraz rozliczanych w CCP transakcji *repo* zawartych na rynku regulowanym lub ASO. W związku z tym banki objęte tym podatkiem były mniej skłonne do przyjmowania lokat w transakcjach warunkowych zawieranych na rynku OTC, które nie są rozliczane w CCP i których wymiana początkowa przypadałaby na inny miesiąc niż wymiana końcowa. Przyjęcie takiej lokaty powodowałoby bowiem wzrost ich zobowiązań podatkowych.

Tabela 5.1.4. Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku transakcji warunkowych w 2024 r. (w %)

Termin pierwotny	Transakcje ogółem			Rynek międzybankowy		
	SBB	Repo	Razem	SBB	Repo	Razem
O/N	33,7	28,8	32,7	58,7	70,1	62,4
T/N i S/N	12,2	11,5	12,0	11,6	7,2	10,2
Do 1W włącznie (bez O/N, T/N, S/N)	51,1	52,0	51,4	29,1	21,7	26,7
Od 1W do 1M włącznie	2,8	6,5	3,8	0,6	1,0	0,7
Powyżej 1M	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Ogółem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Uwaga: ze względu na zaokrąglenia suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od 100.
Źródło: NBP.

Otoczenie prawne oraz infrastruktura rynku

Transakcje *repo* i SBB były zawierane przede wszystkim poza obrotem zorganizowanym (na rynku OTC). Kontrahenci ustalali warunki realizowanych operacji w elektronicznych systemach konwersacyjnych, telefonicznie lub korzystając z pośrednictwa brokerów głosowych. Rozwojowi tego segmentu rynku transakcji warunkowych sprzyjałoby powszechne stosowanie jednolitego standardu dokumentacji przez wszystkie podmioty krajowe, zgodnego ze standardem GMRA, jak również odchodzenie od tzw. nieudokumentowanych transakcji SBB.

Operacje *repo* i SBB zabezpieczone obligacjami skarbowymi były także realizowane na elektronicznej platformie Treasury BondSpot Poland (TBSP mający status ASO). W 2024 r. średnia dzienna wartość takich operacji istotnie wzrosła i wyniosła 1,4 mld zł, co stanowiło około 6,8% obrotów netto na krajowym rynku transakcji warunkowych (około 40% obrotów na krajowym

rynku *repo*). Około 48% tych transakcji stanowiły transakcje *repo* zawarte w wyniku negocjacji (TRF). Obejmowały one głównie transakcje zawierane przez Skarb Państwa działający przez Ministra Finansów, który w 2024 r. rozpoczął działanie na TBSP jako tzw. Inwestor Publiczny. Wejście w życie z początkiem 2023 r. przepisów nowelizacji ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych²⁷⁹, wyłączających z podstawy naliczania tego podatku wartość aktywów wynikających z transakcji *repo*, o ile zostały one zawarte na rynku regulowanym albo w ASO i podlegają rozliczeniu przez CCP (a stroną tych transakcji jest podmiot inny niż Skarb Państwa, NBP lub BFG), nie było zatem wystarczającym bodźcem zachęcającym szersze grono uczestników rynku do zwiększania aktywności na TBSP.

Niewielkie zainteresowanie zawieraniem transakcji *repo* rozliczanych przez CCP, które pozwalają na zmniejszenie ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta (a tym samym wymagają mniejszego zaangażowania kapitału regulacyjnego na pokrycie tego ryzyka), odróżnia krajowy rynek pieniężny od rynku finansowego w UE, na którym około 51% transakcji *repo* jest rozliczanych centralnie²⁸⁰. Rynek UE nie jest przy tym homogeniczny i udział transakcji rozliczanych centralnie w poszczególnych państwach członkowskich może być zróżnicowany.

Zabezpieczone skarbowymi papierami wartościowymi krótkoterminowe transakcje *repo*, bazujące na powszechnie stosowanym międzynarodowym standardzie dokumentacji, zawierane w obrocie zorganizowanym i centralnie rozliczane, charakteryzują się bardzo niewielką premią za ryzyko. W efekcie oprocentowanie takich operacji może stanowić dobre przybliżenie koncepcji stopy wolnej od ryzyka. Propozycja bazującego na danych o oprocentowaniu transakcji warunkowych indeksu WRR była brana pod uwagę jako potencjalny następca wskaźnika WIBOR podczas konsultacji przeprowadzanych przez NGR w związku z przeglądem alternatywnych propozycji indeksów stopy procentowej typu *risk-free*. Ostatecznie wybrana została inna propozycja indeksu, jednak KS NGR wskazał, że należy prowadzić dalsze prace mające na celu wzmocnienie rynku *repo* w Polsce, co umożliwiłoby w przyszłości stosowanie indeksu dla transakcji warunkowych jako alternatywnego wskaźnika stopy procentowej. Szczególnie istotne byłoby stopniowe odchodzenie przez uczestników rynku od SBB na rzecz powszechnie wykorzystywanych na rynkach rozwiniętych transakcji *repo*, a także sukcesywne przenoszenie aktywności z rynku OTC na platformę TBSP. Pozwalałoby to docelowo na wypracowanie wskaźnika danych regulowanych w rozumieniu rozporządzenia BMR. Koncentracja krajowego rynku operacji warunkowych na transakcjach *repo*, które bazowałyby na szeroko akceptowanych (w tym przez uczestników rynku spoza Polski) wzorcach dokumentacji, byłyby zawierane w systemie obrotu i podlegały centralnemu rozliczaniu, przybliżałaby polski rynek do standardów obserwowanych na wielu rynkach zagranicznych.

²⁷⁹ Ustawa z dnia 16 listopada 2022 r. o zmianie ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2022 r., poz. 2745).

²⁸⁰ *European Repo Market Survey number 48*, ICMA, kwiecień 2025, str. 61, materiał dostępny na stronie <https://www.icmagroup.org/>.

5.2. Rynek kapitałowy

5.2.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku kapitałowego

W 2024 r. krajowy rynek kapitałowy, którego najważniejszymi segmentami były rynek obligacji skarbowych oraz Główny Rynek GPW (tabela 5.2.1), funkcjonował w warunkach ożywienia gospodarczego oraz wskaźnika inflacji w pobliżu przyjętego przez bank centralny przedziału odchyleń od celu. RPP nie zmieniła w analizowanym okresie stóp procentowych NBP. Utrzymująca się niepewność uczestników rynku w związku z napiętą sytuacją geopolityczną, a także rosnące obawy inwestorów wynikające z istotnego wzrostu zadłużenia publicznego przyczyniły się do umiarkowanego wzrostu rentowności krajowych obligacji. W II połowie roku obserwowano odpływ kapitału zagranicznego z rynku akcji i spadki głównych indeksów GPW.

Tabela 5.2.1. Wielkość poszczególnych segmentów krajowego rynku kapitałowego w latach 2021–2024 (w mld zł)¹

	2021	2022	2023	2024
Instrumenty dłużne	1 177,6	1 223,7	1 356,5	1 566,3
Obligacje Skarbu Państwa	813,6	862,9	972,4	1 167,8
- obligacje rynkowe	756,8	778,3	862,3	1 022,4
- obligacje oszczędnościowe	56,9	84,6	110,1	145,5
Obligacje BGK i PFR z gwarancją Skarbu Państwa ²	215,7	223,8	240,7	237,9
Długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw	86,5	79,8	72,9	72,4
Obligacje komunalne	30,2	31,6	38,3	41,9
Długoterminowe bankowe papiery dłużne ³	21,8	18,1	26,7	36,6
Listy zastawne	9,8	7,5	5,5	9,7
Instrumenty udziałowe	1 331,9	1 128,7	1 453,1	1 501,6
Główny Rynek GPW	1 312,7	1 114,2	1 440,3	1 491,7
NewConnect	19,2	14,5	12,9	9,9

¹ Wielkość poszczególnych segmentów rynku kapitałowego jest w przypadku instrumentów dłużnych mierzona ich wartością w obiegu, a w przypadku instrumentów udziałowych – kapitalizacją spółek krajowych i zagranicznych notowanych na Głównym Rynku GPW oraz platformie NewConnect.

² Do obligacji objętych z mocy ustawy gwarancją Skarbu Państwa zaliczono krajowe obligacje BGK emitowane na rzecz: Krajowego Funduszu Drogowego, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19, Funduszu Pomocy oraz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych, a także obligacje PFR emitowane w ramach rządowego programu Tarcz Finansowych.

³ Dane obejmują wyłącznie obligacje i bankowe papiery wartościowe nominowane w złotych i w walutach obcych, wyemitowane w Polsce przez banki krajowe. W obrocie na rynku krajowym znajdowały się także obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) oraz instytucji kredytowych.

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategoriach nadrzędnych ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów, NBP, KDPW, GPW.

Kapitalizacja Głównego Rynku GPW w 2024 r. zwiększyła się o 3,3% w porównaniu z poprzednim rokiem. Wycena rynkowa podmiotów krajowych spadła o prawie o 4% i na koniec roku wyniosła 731,9 mld zł, co odpowiadało jedynie 20,1% wartości PKB. W analizowanym okresie indeks

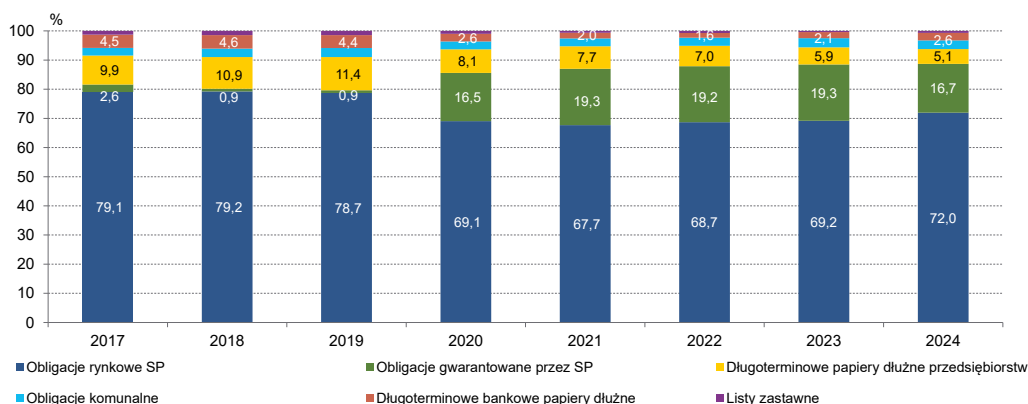
szerokiego rynku WIG wzrósł o 1,4%, przede wszystkim za sprawą wysokich stóp zwrotu dla małych i średnich spółek. Istotnie wyższa niż w poprzednim roku była wartość IPO (6,45 mld zł). Kapitalizacja rynku NewConnect w 2024 r. zmniejszyła się o 23,3%, do 9,9 mld zł na koniec grudnia. Średnia dzienna wartość obrotów akcjami na obu rynkach organizowanych przez GPW wzrosła w analizowanym okresie o 22,3%. Jednocześnie udział poszczególnych grup inwestorów we wspomnianym obrocie nie zmienił się istotnie, najbardziej aktywni nadal byli nierezydenci.

Rynek obligacji skarbowych był największym i najważniejszym segmentem krajowego rynku długoterminowych papierów dłużnych (wykres 5.2.1). Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu emisji tych instrumentów w 2024 r. zwiększyło się do 1 167,8 mld zł. Nadal obserwowano szybki przyrost zadłużenia z tytułu obligacji oszczędnościowych (do 145,5 mld zł na koniec roku). W strukturze inwestorów na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych dominowały banki krajowe, których zaangażowanie na koniec analizowanego okresu wzrosło do 528,4 mld zł. Zwiększyło się również znaczenie inwestorów zagranicznych, w tym przede wszystkim zagranicznych banków centralnych i instytucji publicznych. Średnia dzienna wartość transakcji bezwarunkowych obligacjami skarbowymi Polski w 2024 r. wyniosła 9,1 mld zł, tj. około 20% więcej niż rok wcześniej. Aktywność inwestorów w segmencie transakcji SBB była podobna jak w poprzednim roku. Średnio dziennie zawierano takie transakcje o wartości 14,8 mld zł. Z kolei średnia dzienna wartość operacji *repo*, które były realizowane przeważnie między bankami, w analizowanym okresie istotnie wzrosła, do 8,7 mld zł (z 6,2 mld zł w 2023 r.).

BGK w 2024 r. wyemitował na krajowym rynku na rzecz Funduszu Pomocy oraz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19 gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje o wartości 14,9 mld zł. Łączne krajowe zadłużenie BGK i PFR z tytułu emisji papierów dłużnych z gwarancją Skarbu Państwa nieznacznie spadło, do 237,9 mld zł na koniec grudnia 2024 r. Posiadaczami tych instrumentów finansowych były głównie banki krajowe oraz NBP, który skupował je z rynku wtórnego jeszcze w latach 2020–2021, w ramach strukturalnych operacji otwartego rynku. Wśród nieskarbowych papierów dłużnych z gwarancją Skarbu Państwa największą płynnością charakteryzowały się obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19.

Na koniec 2024 r. zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji na rynku krajowym nieznacznie spadło, do 72,4 mld zł, a w obiegu znajdowało się ponad 2 tys. serii DPDP wyemitowanych przez około 580 podmiotów. W analizowanym okresie około 170 przedsiębiorstw wyemitowało na krajowym rynku około 300 serii obligacji o wartości 23,1 mld zł. W efekcie przedsiębiorstwa pozyskały nieco więcej środków niż rok wcześniej, do czego przyczyniły się głównie pojedyncze duże emisje. Krajowy rynek tych instrumentów wciąż charakteryzował się silną segmentacją i dużym udziałem obligacji nierynkowych, które nie były notowane na rynkach zorganizowanych ani nie były przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Z tego powodu płynność rynku wtórnego DPDP pozostawała niewielka. Głównymi nabywcami tych instrumentów finansowych były fundusze inwestycyjne i banki.

Wykres 5.2.1. Struktura rynku długoterminowych papierów dłużnych w latach 2017–2024 (według stanów zadłużenia na koniec okresów)



Uwagi: obligacje skarbowe nie obejmują obligacji oszczędnościowych; długoterminowe bankowe papiery dłużne obejmują wyłącznie obligacje i bankowe papiery wartościowe w złotych i w walutach obcych, wyemitowane na rynek krajowy przez banki krajowe.

Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW, Ministerstwa Finansów, NBP.

W analizowanym okresie nieznacznie zwiększyło się zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych, jednak rynek ten pozostawał relatywnie mały. Wartość nowych emisji papierów dłużnych JST w 2024 r. wyniosła 6,8 mld zł (o ponad jedną czwartą mniej niż w rekordowym 2023 r.), a zadłużenie z tytułu tych instrumentów na koniec grudnia wyniosło 41,9 mld zł. Ten segment rynku pozostawał silnie rozdrobniony – w obiegu na koniec analizowanego okresu było około 16,5 tys. serii obligacji komunalnych, wyemitowanych przez ponad tysiąc podmiotów. Największymi emitentami wspomnianych papierów dłużnych były Kraków oraz Łódź (po 3,2 mld zł). Większość obligacji komunalnych miała nierynkowy charakter, gdyż banki będące agentami emisji traktowały je jako alternatywę wobec udzielania kredytów JST. Z tego powodu banki krajowe na koniec 2024 r. miały w swoich portfelach około 90% wartości tych instrumentów. Rynek wtórny obligacji komunalnych charakteryzował się znikomą płynnością.

Zadłużenie z tytułu emisji długoterminowych bankowych papierów dłużnych w 2024 r. wzrosło, ale udział tej formy finansowania w pasywach banków pozostawał niewielki. Płynność rynku wtórnego obligacji bankowych i listów zastawnych nadal była znikoma.

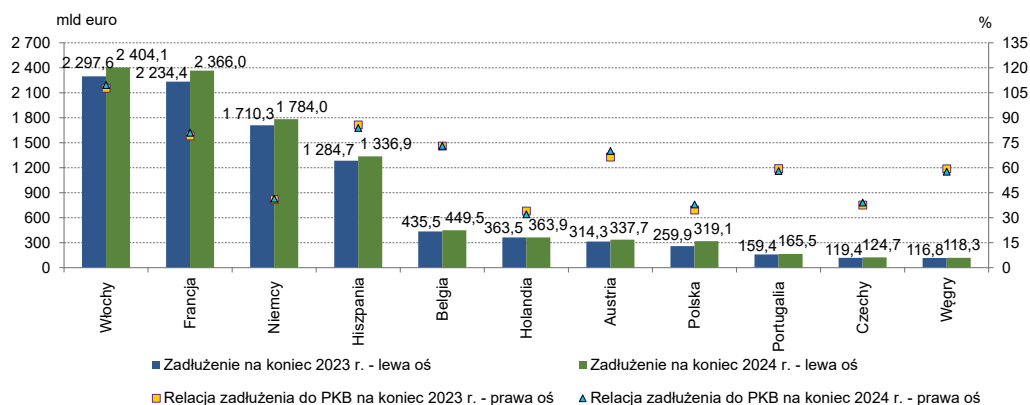
5.2.2. Rynek długoterminowych papierów dłużnych

5.2.2.1. Obligacje skarbowe

Wielkość rynku

Rynek obligacji skarbowych w Polsce był największym rynkiem takich instrumentów w Europie Środkowo-Wschodniej oraz ósmym w UE (wykres 5.2.2). W 2024 r. obserwowano wzrost zadłużenia Skarbu Państwa, zarówno krajowego, jak i zagranicznego. Było to związane przede wszystkim ze wzrostem wydatków publicznych, w tym na cele zbrojeniowe, oraz kosztami obsługi zadłużenia²⁸¹. Deficyt budżetowy zwiększył się w analizowanym okresie do 211,0 mld zł (z 85,6 mld zł rok wcześniej)²⁸², zaś potrzeby pożyczkowe brutto budżetu wyniosły 394,6 mld zł. Środki na zaspokojenie tych potrzeb pochodziły głównie z emisji obligacji skarbowych na rynek krajowy, w tym przez sprzedaż obligacji oszczędnościowych. W efekcie wartość krajowych skarbowych papierów dłużnych w 2024 r. wzrosła o 195,4 mld zł (tj. 20,1%), do 1 167,8 mld zł na koniec grudnia (tabela 5.2.2). Wartość zadłużenia zagranicznego w tym okresie zwiększyła się o 72,0 mld zł (tj. o 23,7%), do 375,8 mld zł na koniec grudnia, przy czym wzrosło zadłużenie z tytułu zarówno emisji obligacji skarbowych Polski na rynkach zagranicznych, jak i kredytów zagranicznych, zaciągniętych przede wszystkim w związku z planowanymi zakupami uzbrojenia.

Wykres 5.2.2. Wartość zadłużenia z tytułu obligacji skarbowych w wybranych krajach UE oraz jego relacja do PKB na koniec 2023 i 2024 r.



Uwaga: wartości dla 2023 r. różnią się od poprzedniej edycji opracowania ze względu na korekty danych.

Źródło: opracowano na podstawie danych EBC i Eurostat.

²⁸¹ Zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów wydatki z tytułu obsługi zadłużenia Skarbu Państwa w 2024 r. wyniosły 65,8 mld zł.

²⁸² Deficyt sektora finansów publicznych, pokrywany m.in. przez emisję obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa, był wyraźnie wyższy niż deficyt budżetowy i zgodnie z danymi Ministerstwa Finansów w 2024 r. wyniósł 239,8 mld zł, wobec 173,8 mld zł w poprzednim roku.

Tabela 5.2.2. Zadłużenie Skarbu Państwa w latach 2021–2024 (w mld zł, według stanów na koniec okresów)

	2021	2022	2023	2024
Zadłużenie Skarbu Państwa	1 138,0	1 238,5	1 346,2	1 629,3
I. Zadłużenie krajowe	872,7	949,8	1 042,4	1 253,5
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	813,6	862,9	972,4	1 167,8
1.1. Bony skarbowe	0,0	0,0	0,0	0,0
1.2. Obligacje skarbowe	813,6	862,9	972,4	1 167,8
1.2.1. Obligacje rynkowe	756,8	778,3	862,3	1 022,4
1.2.2. Obligacje oszczędnościowe	56,9	84,6	110,1	145,5
2. Pozostałe zadłużenie krajowe	59,1	86,9	70,0	85,7
II. Zadłużenie zagraniczne	265,4	288,7	303,8	375,8
1. Dług z tytułu papierów skarbowych	170,1	175,1	179,9	213,7
2. Kredyty zagraniczne	95,2	113,6	121,8	158,0
3. Pozostałe zadłużenie zagraniczne	0,0	0,0	2,0	4,1

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Struktura rynku

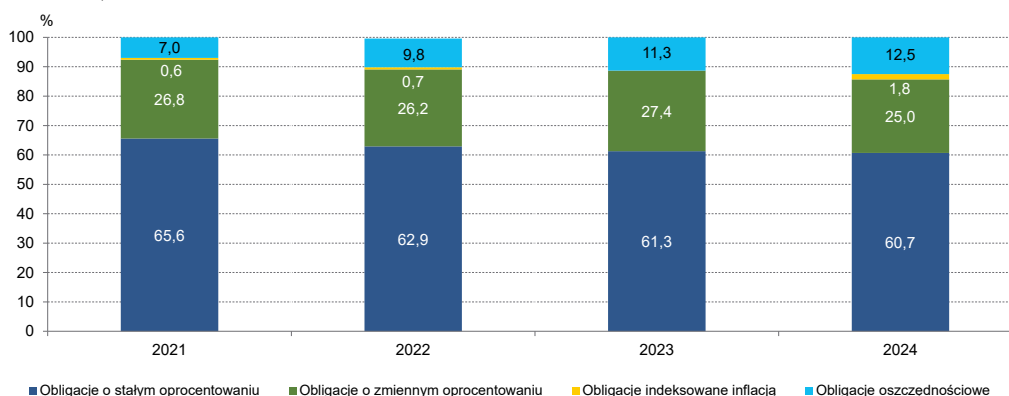
Podstawowymi instrumentami finansowania potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa były obligacje rynkowe o stałym oprocentowaniu (wykres 5.2.3). W ostatnich latach ich udział w strukturze zadłużenia z tytułu krajowych obligacji skarbowych systematycznie spadał i na koniec 2024 r. wyniósł 60,7%. Ta tendencja związana była przede wszystkim z rosnącym znaczeniem zadłużenia z tytułu obligacji oszczędnościowych. W strukturze terminowej przeważały obligacje 10-letnie oraz 5-letnie (tabela 5.2.3). Zgodnie ze strategią zarządzania długiem publicznym Ministerstwo Finansów dążyło do tego, aby wartość średnio- i długoterminowych serii obligacji o stałym oprocentowaniu wynosiła co najmniej 30 mld zł (tzw. serie benchmarkowe). Celem takiego budowania wielkości emisji tych instrumentów jest zwiększenie płynności rynku wtórnego obligacji skarbowych o standardowych pierwotnych terminach zapadalności, takich jak 5 lub 10 lat. Na koniec 2024 r. 12 z 21 będących w obrocie serii obligacji o stałym oprocentowaniu (tj. OK, PS, DS i WS), odpowiadających za 77,5% wartości emisji tych papierów dłużnych, spełniało ten warunek (a dwie inne serie miały wartości zbliżone do 30 mld zł).

Udział instrumentów rynkowych o zmiennym oprocentowaniu w strukturze zadłużenia z tytułu krajowych obligacji skarbowych na koniec analizowanego okresu wyniósł 25,0% i był istotnie większy niż w strefie euro (8,8%)²⁸³. W obrocie na rynku krajowym znajdowało się dziesięć serii (przeważnie 6- oraz 11-letnich) obligacji o zmiennym oprocentowaniu (WZ) o wartości 290,1 mld zł. Trzy z nich, których łączna wartość stanowiła prawie połowę zadłużenia z tytułu obligacji WZ, przekraczały wspomniany próg wartości dla serii obligacji benchmarkowych

²⁸³ Dane dostępne w portalu statystycznym EBC: <https://data.ecb.europa.eu/>.

(tj. 30 mld zł). Wszystkie obligacje o zmiennym oprocentowaniu miały sześciomiesięczne okresy odsetkowe i kupony naliczane według wskaźnika WIBOR 6M. Na koniec 2024 r. w obiegu znajdowały się również jedna seria obligacji hurtowych indeksowanych inflacją o wartości 21,5 mld zł²⁸⁴ oraz jedna seria obligacji o zmiennym oprocentowaniu nabyta przez BFG o wartości 3,0 mld zł.

Wykres 5.2.3. Struktura krajowych obligacji skarbowych w latach 2021–2024 (według stanów na koniec okresów)



Uwaga: ze względu na zaokrąglenia sumy udziałów poszczególnych rodzajów obligacji mogą nieznacznie różnić się od 100.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Tabela 5.2.3. Struktura zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu obligacji rynkowych o stałym oprocentowaniu w latach 2022–2024 (według stanów na koniec okresów)

Rodzaj obligacji według pierwotnego terminu do wykupu	Wartość obligacji (w mld zł)			Struktura obligacji (w %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Obligacje 2-letnie zerokuponowe (OK)	37,8	37,7	49,7	7,0	6,3	7,0
Obligacje 5-letnie (PS)	192,5	204,1	202,9	35,5	34,3	28,6
Obligacje 10-letnie (DS)	261,4	273,5	356,3	48,1	45,9	50,3
Obligacje wieloletnie (WS)	51,3	80,4	100,0	9,4	13,5	14,1
Ogółem	543,0	595,6	708,9	100,0	100,0	100,0

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii ogółem ze względu na zaokrąglenia. Obligacje wieloletnie mogą mieć różne pierwotne terminy zapadalności, co do zasady są emitowane na okresy dłuższe niż 10 lat.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

Na koniec 2024 r. średni okres zapadalności rynkowych obligacji skarbowych wyniósł 4,32 roku i po raz pierwszy od pięciu lat wzrósł w porównaniu z rokiem poprzednim. Natomiast średnie *duration* wspomnianych instrumentów zwiększyło się do 2,79 roku (z 2,65 roku na koniec 2023 r.).

²⁸⁴ Wartość nominalna tej serii obligacji podlega indeksacji o współczynnik obliczany na podstawie wskaźnika inflacji konsumenckiej (CPI).

Obligacje o rezydualnym terminie zapadalności od 3 do 10 lat stanowiły 60,9% wartości wyemitowanych instrumentów pozostających w obiegu. Udział papierów dłużnych o krótszych terminach zapadalności spadł do 36,2%.

Zadłużenie z tytułu obligacji oszczędnościowych²⁸⁵, podobnie jak w poprzednich latach, dynamicznie rosło i na koniec 2024 r. wyniosło 145,5 mld zł. W ujęciu wartościowym instrumenty te stanowiły 12,5% rynku krajowych obligacji skarbowych. Za ponad połowę zadłużenia z tytułu obligacji oszczędnościowych odpowiadały 4-letnie oraz 10-letnie (tzw. emerytalne) papiery dłużne indeksowane inflacją (tabela 5.2.4). W 2024 r. dużą popularnością cieszyły się także instrumenty 3-letnie o stałym oprocentowaniu, których udział w strukturze zadłużenia z tytułu obligacji oszczędnościowych wzrósł do 28,5% (z 8,4% w 2023 r.).

Tabela 5.2.4. Zadłużenie z tytułu obligacji oszczędnościowych w latach 2022–2024 (według stanów na koniec okresów)

Rodzaj obligacji według pierwotnego terminu do wykupu	Wartość obligacji (w mld zł)			Struktura obligacji (w %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Obligacje krótkookresowe o stałym oprocentowaniu	0,2	0,2	0,5	0,3	0,2	0,3
Obligacje roczne o zmiennym oprocentowaniu	12,0	10,5	19,6	14,7	9,6	13,5
Obligacje 2-letnie o stałym oprocentowaniu	2,2	0,4	0,0	2,7	0,3	0,0
Obligacje 2 letnie o zmiennym oprocentowaniu	3,0	4,2	6,6	3,5	3,8	4,5
Obligacje 3-letnie o stałym oprocentowaniu	0,5	9,3	41,4	0,6	8,4	28,5
Obligacje 3-letnie o zmiennym oprocentowaniu	0,9	0,7	0,5	1,1	0,6	0,3
Obligacje 4-letnie indeksowane inflacją	50,9	64,5	53,4	62,4	58,6	36,7
Obligacje 10-letnie emerytalne indeksowane inflacją	13,5	18,7	21,3	16,5	17,0	14,6
Obligacje rodzinne indeksowane inflacją	1,1	1,7	2,2	1,3	1,5	1,5
Ogółem	84,6	110,1	145,5	100,0	100,0	100,0

Uwagi: obligacje 2-letnie o stałym oprocentowaniu oraz 3-letnie o zmiennym oprocentowaniu zostały wycofane ze sprzedaży w 2022 r. Nabywcami 6- i 12-letnich obligacji rodzinnych indeksowanych inflacją mogą być wyłącznie osoby fizyczne, które nabyły prawo do świadczenia wychowawczego, o którym mowa w ustawie z dnia 11 lutego 2016 r. o pomocy państwa w wychowywaniu dzieci (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 1576 z późn. zm.). Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii ogółem ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: Ministerstwo Finansów.

²⁸⁵ Oferta tych instrumentów finansowych jest skierowana wyłącznie do osób fizycznych (rezydentów i nierezydentów), stowarzyszeń, organizacji społecznych i zawodowych oraz fundacji wpisanych do rejestru sądowego. Obligacje oszczędnościowe są sprzedawane w każdym miesiącu po cenie nominalnej równej 100 zł albo z dyskontem w ramach operacji zamiany. Należność z tytułu odsetek wypłacana jest okresowo albo jednorazowo w dniu wykupu obligacji. Dodatkowo, inwestujący w obligacje oszczędnościowe mogą je sprzedać przed terminem zapadalności (co wiąże się z opłatą, której wysokość jest określona w listach emisyjnych poszczególnych serii obligacji).

Rynek pierwotny

W 2024 r. Ministerstwo Finansów wyemitowało na rynku krajowym obligacje o wartości prawie 354,6 mld zł (wobec 218,6 mld zł rok wcześniej), z czego ponad 271,9 mld zł stanowiły instrumenty rynkowe, a ponad 82,6 mld zł obligacje oszczędnościowe. Skala emisji tych papierów dłużnych była związana ze wspomnianymi dużymi potrzebami pożyczkowymi brutto budżetu. Rynkowe skarbowe papiery wartościowe były oferowane przez Ministerstwo Finansów na rynku hurtowym na przetargach sprzedaży i zamiany.

W przetargach mogli brać udział tylko Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych (DSPW), czyli banki i domy maklerskie, z którymi Ministerstwo Finansów zawarło umowy na pełnienie tej funkcji, przede wszystkim ze względu na ich dużą aktywność na krajowym rynku obligacji skarbowych²⁸⁶. Na koniec 2024 r. jedenaście podmiotów pełniło funkcję DSPW. Wśród nich było siedem banków krajowych, trzy banki zagraniczne oraz jeden oddział banku zagranicznego. Prawo do uczestnictwa w przetargach obligacji skarbowych przysługiwało również BGK, nieposiadającemu statusu DSPW.

W 2024 r. Ministerstwo Finansów na 24 przetargach sprzedaży uplasowało obligacje skarbowe o wartości 209,8 mld zł, w tym za 16,6 mld zł w ramach sprzedaży dodatkowej²⁸⁷. Najwięcej papierów dłużnych wprowadzono w ten sposób na rynek w styczniu, październiku i listopadzie (wykres 5.2.4). W analizowanym okresie Ministerstwo Finansów oferowało na przetargach 2-, 5-, 10- oraz wieloletnie obligacje o stałym oprocentowaniu, a także serie obligacji wieloletnich o zmiennym kuponie i pojedynczą serię indeksowaną inflacją. Przetargi sprzedaży odbywały się w ramach formuły jednej ceny, będącej standardem na większości rozwiniętych rynków skarbowych papierów dłużnych.

W 2024 r. średnia wartość ofert kupna złożonych na przetargach sprzedaży obligacji skarbowych w relacji do wartości ofert przyjętych spadła do 1,40 (wobec 1,47 rok wcześniej). Nadwyżka popytu nad podażą na tego rodzaju przetargach ma charakter strukturalny i wynika z realizowania przez DSPW zleceń klientów oraz własnych.

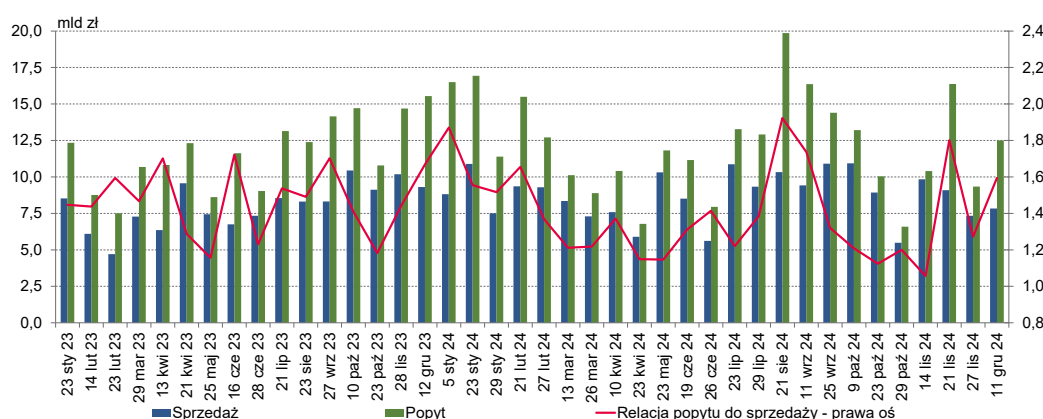
W analizowanym okresie na dziesięciu przetargach zamiany sprzedano obligacje skarbowe o wartości około 62,1 mld zł. W zamian odkupywano obligacje, których rezydualne terminy

²⁸⁶ DSPW mają zapewniony dostęp do przetargów i sprzedaży dodatkowej tych instrumentów, a także prawo do zawierania na preferencyjnych warunkach przeprowadzanych z inicjatywy Ministerstwa Finansów bilateralnych transakcji warunkowych oraz kupowania skarbowych papierów wartościowych oferowanych w emisjach prywatnych bądź zagranicznych. Do obowiązków tych podmiotów należy m.in.: uczestnictwo w przetargach sprzedaży i przetargach zamiany obligacji skarbowych, nabywanie tych instrumentów w skali zapewniającej określony przez Ministerstwo Finansów minimalny udział w łącznej wartości nominalnej emitowanych papierów skarbowych oraz odpowiednia aktywność na rynku transakcji bezwarunkowych i uczestnictwo w fixingu cen obligacji na platformie TBSP.

²⁸⁷ W ramach sprzedaży dodatkowej DSPW, którzy nabyli obligacje na przetargu sprzedaży, mają możliwość nabycia dodatkowych papierów dłużnych (z dowolnej serii obligacji oferowanej na przetargu sprzedaży po minimalnej cenie przetargowej).

zapadalności nie przekraczały dwunastu miesięcy. Przetargi zamiany umożliwiają rolowanie zaciągniętego wcześniej zadłużenia bez konieczności angażowania środków pieniężnych oraz pozwalają uelastycznić harmonogram wykupów obligacji.

Wykres 5.2.4. Popyt na krajowe obligacje skarbowe i ich sprzedaż na przetargach sprzedaży w latach 2023–2024



Źródło: Ministerstwo Finansów.

W 2024 r. sprzedano obligacje oszczędnościowe o wartości 82,6 mld zł (wobec 48,7 mld zł w 2023 r.), w tym instrumenty o wartości 12,7 mld zł w ramach operacji zamiany. Osoby fizyczne w analizowanym okresie najchętniej kupowały obligacje 3-letnie o stałym oprocentowaniu (39,5% wartości sprzedaży), które cieszyły się dużym zainteresowaniem ze względu na relatywnie atrakcyjne stopy zwrotu w porównaniu z lokatami terminowymi oferowanymi przez banki. Dużą popularnością cieszyły się również obligacje roczne o oprocentowaniu równym stopie referencyjnej NBP – ich udział w tym segmencie rynku wyniósł 24,1%. Spadek bieżącej i oczekiwanej stopy inflacji w analizowanym okresie wpłynął na spadek zainteresowania inwestorów detalicznych obligacjami indeksowanymi inflacją. W 2024 r. 4-letnie obligacje indeksowane inflacją odpowiadały za 19,6% wartości sprzedaży, a 10-letnie (emerytalne) za 7,7%.

W sprzedaży obligacji oszczędnościowych pośredniczyły PKO BP SA oraz Pekao SA. Banki te pełniły funkcję agentów emisji, prowadziły rejestr nabywców tych papierów dłużnych oraz realizowały zlecenia ich wykupu. W analizowanym okresie, podobnie jak w poprzednim roku, najpopularniejszym kanałem sprzedaży wspomnianych obligacji był Internet (58,1% udziału w wartości sprzedaży wobec 56,1% w 2023 r.). Na inwestycje we wspomniane instrumenty nadal decydowały się przeważnie osoby powyżej 50. roku życia – w 2024 r. ich udział w zakupach tych obligacji wyniósł 69,8%.

Ponadto Ministerstwo Finansów w 2024 r. nieodpłatnie przekazało uczelniom publicznym, spółkom, funduszom oraz niektórym innym podmiotom²⁸⁸, a także Ministerstwu Przemysłu, różne

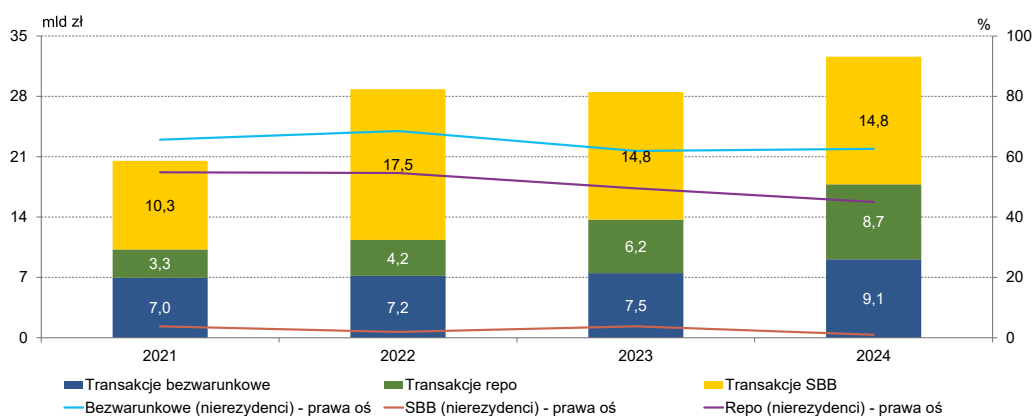
²⁸⁸ Należały do nich m.in.: PFR SA, PKP Polskie Linie Kolejowe SA, CPK Sp. z o.o., Fundusz Reprywatyzacji, NFZ, Rządowa Agencja Rezerw Strategicznych.

serie obligacji (w tym zmiennokuponowych) o wartości nominalnej 24 mld zł. Następnie zostały one zasymilowane z istniejącymi seriami obligacji. Ogółem w latach 2019–2024 w ten sposób przekazano nieodpłatnie uprawnionym podmiotom skarbowe papiery wartościowe o wartości prawie 118 mld zł. Dotowanie w takiej formule odbywało się poza wydatkami i rozchodami budżetu państwa i nie przyczyniało się do wzrostu potrzeb pożyczkowych ani deficytu budżetowego, niemniej zwiększało zadłużenie Skarbu Państwa.

Rynek wtórny

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku obligacji skarbowych w 2024 r. wyniosły niecałe 32,7 mld zł, wobec 28,5 mld zł w 2023 r. (wykres 5.2.5)²⁸⁹. Wzrost ten wynikał głównie z większych niż w poprzednim roku wartości transakcji *repo* (o 40%) i transakcji bezwarunkowych (o ponad 20%). Wskaźnik płynności rynku, liczony jako iloraz średniej miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych do średniego stanu zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu obligacji rynkowych, wyniósł 0,20 i był zbliżony do notowanego w latach 2020–2023 (wykres 5.2.6). Mogło to mieć związek ze stabilizacją struktury nabywców skarbowych papierów wartościowych. Większość portfeli obligacji skarbowych w posiadaniu banków krajowych była kwalifikowana jako instrumenty utrzymywane do terminu wymagalności, dzięki czemu były one wyceniane według wartości nominalnej.

Wykres 5.2.5. Średnia dzienna wartość transakcji na rynku krajowych obligacji skarbowych i udział inwestorów zagranicznych w obrotach brutto na tym rynku w latach 2021–2024



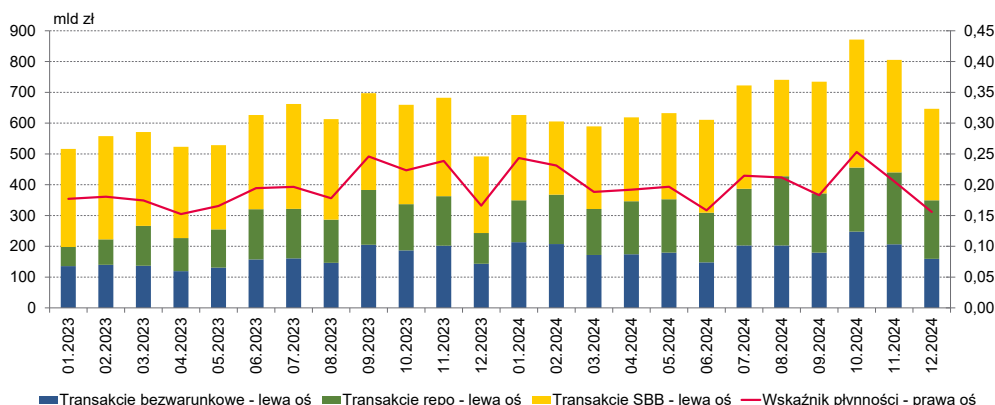
Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW i Ministerstwa Finansów.

W październiku obserwowano wyraźnie wyższą od przeciętnej aktywność na rynku wtórnym, do czego mogły się przyczynić obserwowane wówczas istotne spadki cen obligacji skarbowych. Było to związane m.in. z silnym wzrostem rentowności papierów skarbowych Stanów Zjednoczonych,

²⁸⁹ Prezentowane w tym rozdziale obroty netto na rynku obligacji skarbowych stanowią sumę wartości transakcji bezwarunkowych oraz transakcji warunkowych liczonych według wartości wymiany początkowej. Liczba dni roboczych wyniosła 250 w 2023 r. oraz 251 w 2024 r.

będącym efektem podwyższonej niepewności uczestników rynku odnośnie do wpływu wyborów prezydenckich na dług publiczny i stopę inflacji w tym państwie.

Wykres 5.2.6. Miesięczna wartość transakcji krajowymi obligacjami skarbowymi oraz wskaźnik płynności w latach 2023–2024



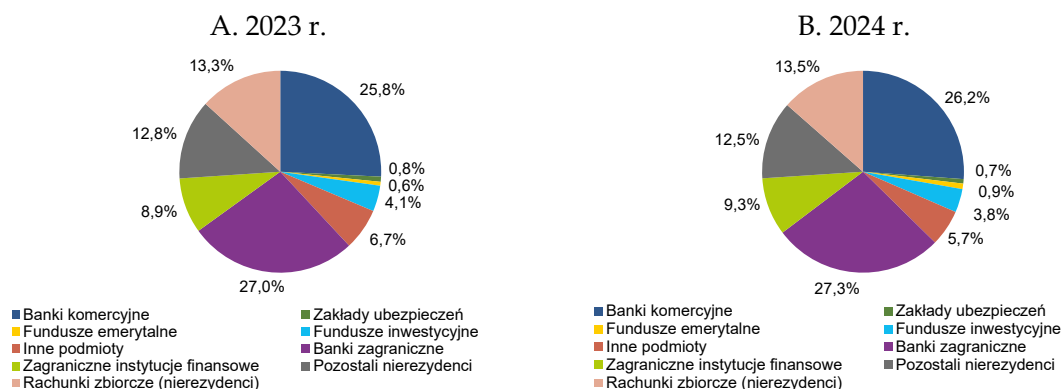
Uwaga: wskaźnik płynności obliczony jako iloraz miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych oraz zadłużenia Skarbu Państwa na koniec miesiąca z tytułu obligacji rynkowych.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

W 2024 r. największe udziały w strukturze podmiotowej transakcji bezwarunkowych nadal miały banki zagraniczne oraz banki krajowe (wykres 5.2.7), których aktywność zwykle w dużym stopniu decyduje o płynności tego segmentu rynku. Wśród tych podmiotów jest wielu DSPW, którzy realizują zlecenia klientowskie. Inwestorzy zagraniczni odpowiadali za niecałe dwie trzecie wartości transakcji *outright* (same banki zagraniczne za ponad 27%). Podobnie jak w poprzednich latach niewielką aktywność przejawiały krajowe niekredytowe instytucje finansowe (ich udział w obrotach brutto wyniósł około 5%). Największą płynnością charakteryzowały się serie obligacji o dużych wartościach, w szczególności PS0729 (seria *on-the-run*, czyli ostatnia wyemitowana seria o pięcioletnim pierwotnym terminie zapadalności) oraz DS1033, na które przypadło po około 13,5% wartości wszystkich transakcji bezwarunkowych.

W przypadku transakcji SBB średnia dzienna wartość obrotów netto w 2024 r., podobnie jak rok wcześniej, wyniosła 14,8 mld zł. Ten segment rynku był silnie skoncentrowany: cztery banki krajowe były kontrahentami w ponad 80% zawartych transakcji (w ujęciu wartościowym). Większość takich operacji wspomniane banki realizowały z niekredytowymi instytucjami finansowymi, głównie funduszami inwestycyjnymi. W przypadku 57% transakcji SBB (w ujęciu wartościowym) zawartych w 2024 r. zabezpieczeniem były obligacje skarbowe o zmiennym oprocentowaniu. Najwięcej tego rodzaju operacji przeprowadzono z wykorzystaniem obligacji serii WZ1128 oraz WZ1127 (odpowiednio, 21,4% i 14,8% wartości obrotów).

Wykres 5.2.7. Struktura podmiotowa obrotów brutto na rynku transakcji bezwarunkowych krajowymi obligacjami skarbowymi w 2023 i 2024 r.



Uwaga: każda transakcja jest ujmowana podwójnie w obliczeniach jako wartość obligacji zarówno nabytych, jak i zbytych przez poszczególne kategorie kontrahentów.

Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW.

Średnia dzienna wartość transakcji *repo*, które są przeważnie zawierane przez banki krajowe i zagraniczne, zwiększyła się w 2024 r. do 8,7 mld zł (z 6,2 mld zł rok wcześniej). W tym segmencie rynku cztery banki krajowe były kontrahentami w ponad 70% operacji (w ujęciu wartościowym). Jako zabezpieczenie najczęściej wykorzystywano obligacje serii PS0729 oraz WZ1129 (odpowiednio, 15,0% i 8,0% wartości obrotów). Systematyczny wzrost wartości transakcji *repo* jest obserwowany od kilku lat, co wskazuje na korzystny kierunek ewolucji krajowego rynku transakcji warunkowych, przybliżający jego strukturę do struktury rynków rozwiniętych.

Rynkowe obligacje skarbowe były przedmiotem obrotu na rynku OTC, elektronicznej platformie transakcyjnej TBSP (mającej status ASO) oraz na dwóch rynkach funkcjonujących w ramach platformy Catalyst – giełdowym rynku regulowanym dla inwestorów detalicznych organizowanym przez GPW i hurtowym rynku regulowanym organizowanym przez BondSpot. Zawierane na TBSP oraz na platformie Catalyst transakcje bezwarunkowe obligacjami skarbowymi, jak również transakcje *repo* zabezpieczone tymi papierami (z wyjątkiem transakcji TRF), były rozliczane w KDPW_CCP. Rozrachunek wszystkich transakcji tymi instrumentami odbywał się w KDPW.

Obroty obligacjami skarbowymi w Polsce, podobnie jak w większości państw UE, koncentrowały się na rynku OTC, który w 2024 r. odpowiadał za niespełna 94% wartości obrotów ogółem tymi instrumentami finansowymi (tabela 5.2.5). Duża popularność rynku OTC wynikała z elastyczności w ustalaniu warunków transakcji oraz jego ograniczonej transparentności, a także większej niż na rynku regulowanym liczby aktywnych uczestników, w tym dużych zagranicznych instytucji finansowych.

Elektroniczna platforma obrotu TBSP stanowi integralną część systemu DSPW. Celem jej działalności jest poprawa płynności i zwiększenie przejrzystości obrotu na krajowym rynku skarbowych papierów wartościowych. DSPW są zobowiązani do kwotowania na tej platformie cen

kupna i sprzedaży oraz do uczestnictwa w fixingach cen notowanych na niej papierów skarbowych. Kursy fixingowe, które są ustalane dwa razy dziennie, stanowią punkt odniesienia dla wielu instytucji finansowych aktywnych na rynku tych instrumentów. Wspomniana platforma publikuje również kursy referencyjne TBSP.Price oraz TBSP.fixPrice, które są wykorzystywane przez spółkę GPW Benchmark do wyznaczania indeksu dochodowego TBSP.Index²⁹⁰.

Tabela 5.2.5. Udział poszczególnych rynków w obrotach krajowymi rynkowymi obligacjami skarbowymi w 2023 i 2024 r. (w %)

	OTC	TBSP (ASO)	Platforma Catalyst	
			Rynek regulowany GPW	Rynek regulowany BondSpot
Obroty ogółem w 2023 r.	95,92	4,03	0,05	0,00
- transakcje bezwarunkowe	92,39	7,44	0,17	0,00
- transakcje warunkowe	97,17	2,83	-	-
Obroty ogółem w 2024 r.	93,70	6,26	0,04	0,00
- transakcje bezwarunkowe	93,16	6,70	0,14	0,00
- transakcje warunkowe	93,91	6,09	-	-

Źródło: obliczono na podstawie danych Ministerstwa Finansów, TBSP i Catalyst.

Przedmiotem transakcji na platformie TBSP są skarbowe papiery dłużne o łącznej wartości nominalnej wynoszącej co do zasady przynajmniej 5 mln zł (zlecenia powyżej tej kwoty muszą stanowić wielokrotność 2,5 mln zł). Zgodnie z regulaminem rynku TBSP²⁹¹ jego uczestnikami oprócz DSPW mogą być inne banki krajowe i zagraniczne, BFG, niekredytowe instytucje finansowe, Skarb Państwa działający przez Ministra Finansów oraz NBP (który w analizowanym okresie nie korzystał z tego uprawnienia). Na koniec 2024 r. na tym rynku działało 26 podmiotów (banki krajowe i zagraniczne, BFG, a także Minister Finansów), w tym 19 miało status market makera.

Średnia dzienna wartość transakcji na rynku TBSP w 2024 r. wyniosła 2,0 mld zł (w porównaniu z około 1,1 mld zł rok wcześniej). Wzrost ten wynikał przede wszystkim z aktywności Ministra Finansów, który w kwietniu 2024 r. rozpoczął działanie na TBSP jako tzw. inwestor publiczny. W efekcie udział tego rynku w obrotach krajowymi obligacjami skarbowymi wzrósł do 6,3% w analizowanym okresie (z 4,0% rok wcześniej). W przypadku transakcji warunkowych udział TBSP zwiększył się ponad dwukrotnie, z 2,8% w 2023 r. do 6,1% w 2024 r., co wynikało ze wspomnianego rozpoczęcia działalności w segmencie operacji *repo* przez Ministra Finansów, uprawnionego do zawierania tych transakcji wyłącznie w trybie TRF. Tym samym transakcje *repo*

²⁹⁰ TBSP.Index to oficjalny indeks obligacji skarbowych w Polsce, uwzględniający zmiany cen obligacji na rynku wtórnym, wartości narosłych odsetek oraz dochody z reinwestycji kuponów odsetkowych. W skład tego indeksu wchodzi nominowane w złotych obligacje o oprocentowaniu stałym oraz obligacje zerokuponowe. Więcej informacji na temat indeksu na stronie GPW Benchmark: <https://gpwbenchmark.pl/notowania>.

²⁹¹ Regulamin rynku TBSP dostępny na stronie Bondspot: https://www.bondspot.pl/regulacje_TBSPoland.

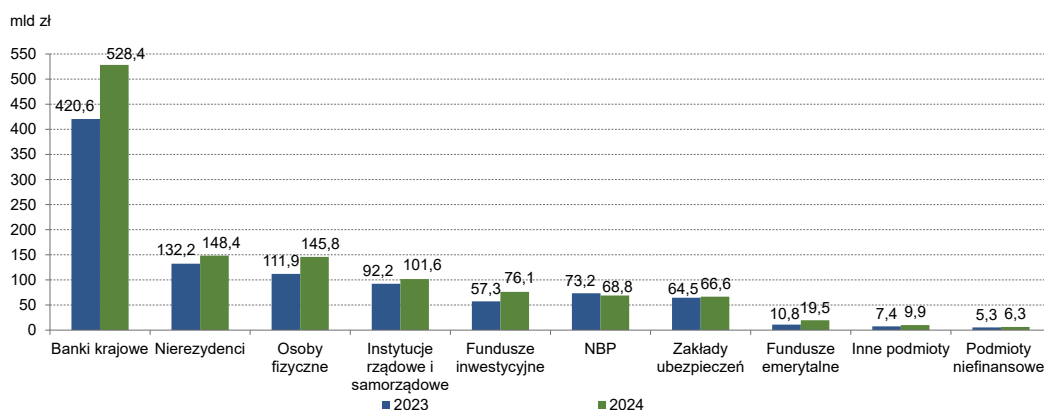
zawarte na tej platformie stanowiły około 40% ogółu tego rodzaju operacji warunkowych, zrealizowanych w analizowanym okresie.

Platforma obrotu instrumentami dłużnymi Catalyst pozostawała najmniejszym segmentem rynku wtórnego krajowych obligacji skarbowych. Transakcje tymi instrumentami na wspomnianej platformie były zawierane wyłącznie w segmencie detalicznym rynku regulowanego. Podobnie jak rok wcześniej średnie dzienne obroty netto skarbowymi papierami wartościowymi na Catalyst w 2024 r. wyniosły 13 mln zł, co stanowiło jedynie nieco ponad 0,1% wartości wszystkich operacji bezwarunkowych tymi instrumentami.

Inwestorzy

W strukturze inwestorów na rynku krajowych obligacji skarbowych nadal wyraźnie dominowały banki krajowe, które w 2024 r. znacznie zwiększyły zaangażowanie na tym rynku. Udział nierezydentów w strukturze nabywców tych papierów dłużnych na koniec 2024 r. spadł do 12,7% (z 13,6% rok wcześniej). Obserwowano dalszy wzrost znaczenia osób fizycznych na tym rynku (do 12,4% w strukturze nabywców na koniec analizowanego okresu), co było związane z utrzymującym się dużym popytem na obligacje oszczędnościowe (wykres 5.2.8).

Wykres 5.2.8. Inwestorzy na rynku krajowych obligacji skarbowych w 2023 i 2024 r. (według stanów zadłużenia na koniec okresów)



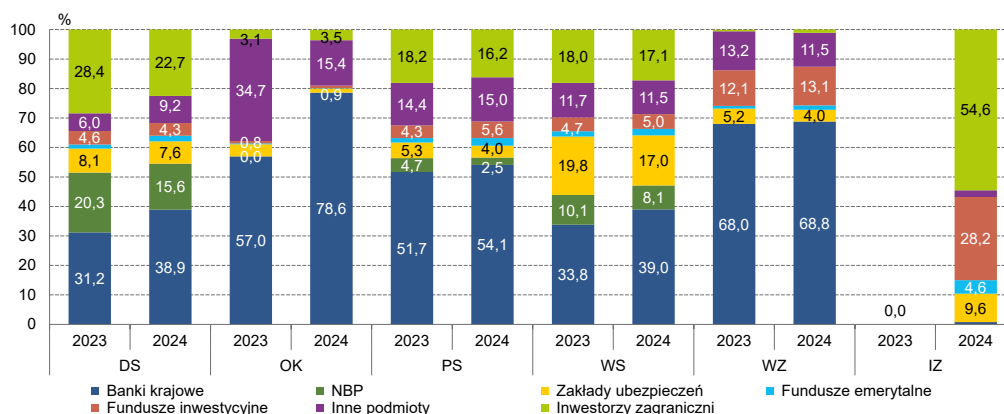
Źródło: Ministerstwo Finansów.

Banki krajowe w 2024 r. zwiększyły zaangażowanie w obligacje skarbowe o 107,8 mld zł, do 528,4 mld zł na koniec grudnia. Tym samym ich udział w strukturze nabywców wspomnianych instrumentów finansowych na koniec analizowanego okresu wyniósł 45,1% (wobec 43,1% na 31 grudnia 2023 r.). Jednym ze źródeł popytu banków na obligacje skarbowe było obniżenie podstawy podatku od niektórych instytucji finansowych²⁹². Na atrakcyjność tych papierów dłużnych mogły dodatkowo wpływać oczekiwania uczestników rynku na spadek stóp

²⁹² W przypadku banków i SKOK-ów podstawa opodatkowania podatkiem od niektórych instytucji finansowych jest obniżana o wartość posiadanych przez nie skarbowych papierów wartościowych.

procentowych NBP w 2025 r. Banki krajowe zwiększyły zaangażowanie zarówno w obligacje stałokuponowe (o 87,2 mld zł, do 328,4 mld zł na koniec roku, wykres 5.2.9), których ceny silnie reagują na zmiany rynkowych stóp procentowych oraz nowe informacje makroekonomiczne, jak i obligacje serii WZ o zmiennym oprocentowaniu (o 20,4 mld zł, do 199,8 mld zł na koniec 2024 r.). Ze względu na konstrukcję tych ostatnich instrumentów (kupony zależne od wskaźnika referencyjnego WIBOR 6M) ich ceny są mniej wrażliwe na zmiany rynkowych stóp procentowych.

Wykres 5.2.9. Struktura inwestorów na krajowym rynku obligacji skarbowych w 2023 i 2024 r. w podziale na rodzaje instrumentów (według stanów na koniec okresów)



Uwagi: DS – obligacje 10-letnie o stałym oprocentowaniu, OK – obligacje 2-letnie zerokuponowe, PS – obligacje 5-letnie o stałym oprocentowaniu, WS – obligacje co najmniej 15-letnie o stałym oprocentowaniu, WZ – obligacje o zmiennym oprocentowaniu, IZ – obligacje indeksowane inflacją. Ze względu na zaokrąglenia sumy udziałów poszczególnych rodzajów obligacji mogą nieznacznie różnić się od 100.

Źródło: opracowano na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Widoczny w ostatnich latach istotny wzrost znaczenia osób fizycznych w strukturze nabywców obligacji skarbowych był efektem utrzymującego się dużego popytu na obligacje oszczędnościowe. W 2024 r. wspomniana grupa inwestorów zwiększyła swoje zaangażowanie przede wszystkim w papiery dłużne o stałym kuponie – zadłużenie z tytułu tych instrumentów wyniosło 41,9 mld zł na koniec analizowanego okresu (wzrost o 32,0 mld zł w porównaniu z końcem poprzedniego roku). Natomiast wartość detalicznych obligacji zmiennokuponowych w posiadaniu osób fizycznych zwiększyła się na koniec analizowanego okresu do 103,6 mld zł, tj. o 3,4 mld zł w porównaniu z 2023 r. Do tej kategorii zaliczane są również skarbowe papiery dłużne indeksowane inflacją, które w 2024 r. były znacznie mniej popularne niż w poprzednich latach wśród wspomnianej grupy inwestorów – ich zaangażowanie w te instrumenty spadło o 7,9 mld zł (do 77,0 mld zł na koniec analizowanego okresu).

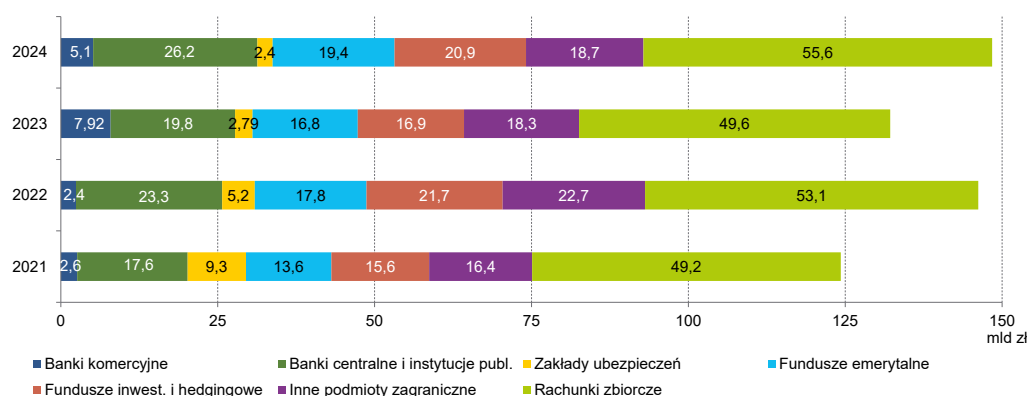
Zaangażowanie instytucji rządowych i samorządowych na krajowym rynku obligacji skarbowych w 2024 r. wzrosło o 9,4 mld zł, do 101,6 mld zł na koniec grudnia. Wśród instytucji rządowych największy portfel obligacji skarbowych posiadały zarządzany przez ZUS Fundusz Rezerwy Demograficznej oraz BFG.

Spadek wartości portfela obligacji skarbowych w posiadaniu NBP o 4,4 mld zł, do prawie 68,8 mld zł na koniec roku, wynikał z zapadania określonych serii tych papierów dłużnych (w 2024 r. zapadły serie PS0424 oraz PS1024). Obligacje 10-letnie (serie DS) stanowiły ponad 80% pozostałej wartości obligacji skarbowych, nabytych przez NBP w latach 2020–2021.

Wartość obligacji skarbowych w posiadaniu funduszy inwestycyjnych w 2024 r. wzrosła o 18,8 mld zł, do 76,1 mld zł na koniec roku. Wzrost zaangażowania tej grupy inwestorów w skarbowe papiery dłużne wyniósł: 6,9 mld zł w przypadku instrumentów o stałym oprocentowaniu, 5,9 mld zł dla serii o zmiennym oprocentowaniu oraz 6,1 mld zł z tytułu obligacji indeksowanych inflacją. W odniesieniu do instrumentów o stałym oprocentowaniu wspomniane podmioty inwestowały głównie w obligacje o dłuższych pierwotnych terminach zapadalności – w ich portfelach znajdowały się obligacje serii PS i DS o łącznej wartości ponad 26,7 mld zł.

W 2024 r. zaangażowanie inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji skarbowych zwiększyło się o 16,2 mld zł, do 148,4 mld zł na koniec roku (nieco ponad jedną trzecią portfela nierezydentów stanowiły papiery zaewidencjonowane na tzw. rachunkach zbiorczych). W analizowanym okresie w przypadku wszystkich grup inwestorów zagranicznych zaobserwowano różnokierunkowe zmiany wartości portfeli krajowych skarbowych papierów wartościowych. Najbardziej (o 6,3 mld zł, do 26,2 mld zł na koniec roku) zwiększyły swoje zaangażowanie banki centralne i instytucje publiczne (wykres 5.2.10). W ujęciu geograficznym powiększyła się głównie wartość portfela inwestorów z Azji (z 36,5 mld zł na koniec 2023 r. do 43,2 mld zł na koniec 2024 r.). Spośród nierezydentów jedynie banki zagraniczne w dużym stopniu zmniejszyły zaangażowanie w obligacje skarbowe Polski w 2024 r. (o 2,8 mld zł, do 5,1 mld zł na koniec roku). Papiery te cieszyły się największym zainteresowaniem inwestorów ze strefy euro i Azji (odpowiednio, 31,5 mld zł oraz 43,2 mld zł).

Wykres 5.2.10. Inwestorzy zagraniczni na krajowym rynku obligacji skarbowych w latach 2021–2024 (mld zł, według stanów zadłużenia na koniec okresów)



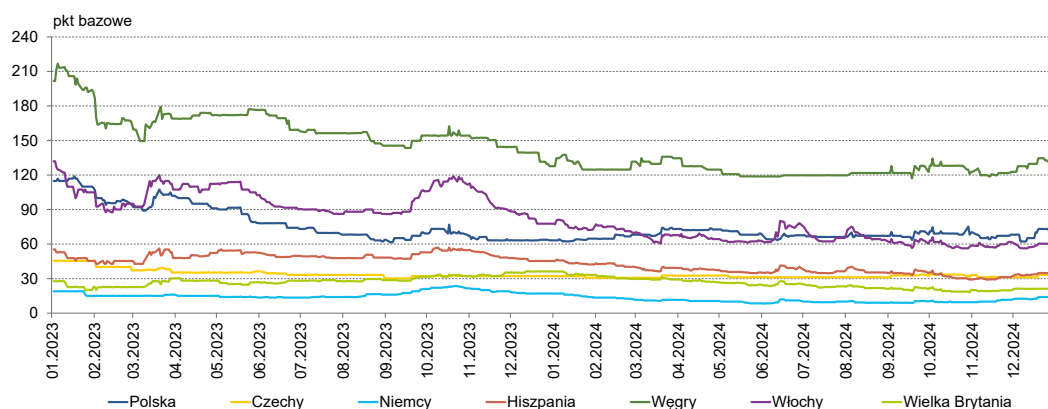
Źródło: Ministerstwo Finansów.

Na koniec analizowanego okresu, podobnie jak w poprzednich latach, banki centralne posiadające w swoich portfelach nominowane w złotych obligacje skarbowe Polski, pochodziły prawie

wyłącznie (w ujęciu wartościowym) z Azji. Banki centralne z krajów Dalekiego Wschodu w 2024 r. znacznie zwiększyły zaangażowanie na wspomnianym rynku – o 4,9 mld zł, do 20,7 mld zł na koniec roku. W sumie wartość krajowych obligacji skarbowych w posiadaniu długoterminowych inwestorów zagranicznych (tj. banków centralnych i instytucji publicznych, zakładów ubezpieczeń oraz funduszy emerytalnych) w 2024 r. wzrosła o 8,6 mld zł i wyniosła 48,0 mld zł na koniec grudnia.

Poprawa koniunktury i spadające wskaźniki inflacji w większości gospodarek rozwiniętych przełożyły się na umiarkowane obniżenie kwotowań transakcji CDS na obligacje skarbowe wielu państw członkowskich UE, w tym Polski, w stosunku do poziomów obserwowanych w poprzednim roku (wykres 5.2.11). EBC w 2024 r. czterokrotnie (łącznie o 1,0 pkt proc.), a FOMC trzykrotnie (również łącznie o 1,0 pkt proc.) obniżały stopy procentowe. RPP utrzymała stopy procentowe NBP bez zmian. Z kwotowań transakcji FRA wynikało, że pod koniec roku większość uczestników rynku oczekiwała obniżenia wspomnianych stóp w 2025 r. o około 1 pkt proc.

Wykres 5.2.11. Kwotowania 5-letnich transakcji CDS na obligacje skarbowe wybranych państw strefy euro i Wielkiej Brytanii oraz na euroobligacje państw Europy Środkowej w 2023 i 2024 r.

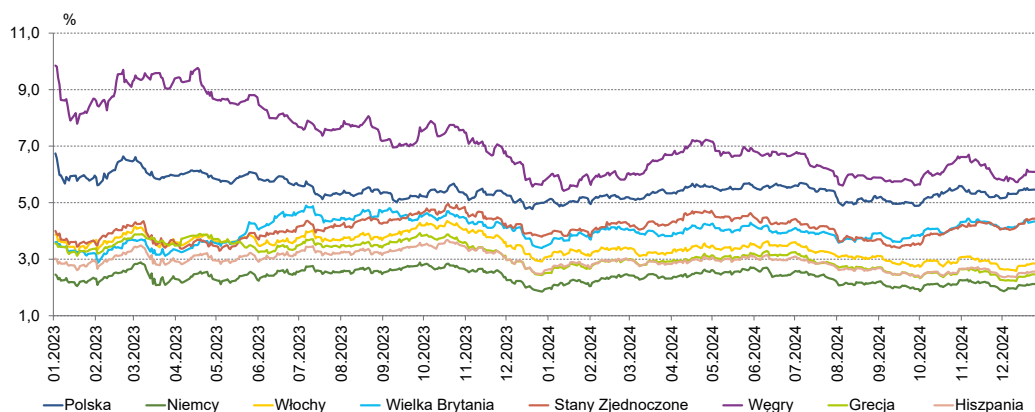


Źródło: LSEG Workspace.

Rentowności obligacji skarbowych Stanów Zjednoczonych i wielu państw UE kształtowały się w analizowanym okresie na poziomach podobnych jak rok wcześniej (wykres 5.2.12). Rentowność 5-letnich skarbowych papierów wartościowych Polski na koniec 2024 r. była o około 0,5 pkt proc. wyższa niż na koniec roku poprzedniego, głównie za sprawą obserwowanego w ostatnim kwartale silnego spadku cen skarbowych papierów dłużnych na większości rozwiniętych rynków tych instrumentów. Przyczynami mogły być osłabienie oczekiwań uczestników rynku na szybkie obniżki stóp procentowych oraz nasilenie się obaw uczestników rynku związanych z silnym zwiększaniem się zadłużenia publicznego. W efekcie na koniec 2024 r. rentowność benchmarkowych krajowych obligacji skarbowych Polski o 2- i 5-letnich terminach zapadalności wyniosła, odpowiednio, 5,1% i 5,5%, a o terminie 10-letnim – 5,9%. Tym samym krzywa dochodowości obligacji skarbowych Polski na koniec analizowanego okresu była nachylona dodatnio, a rentowność 5-letnich obligacji skarbowych Polski była wyższa od rentowności

analogicznych papierów dłużnych Niemiec i Stanów Zjednoczonych, odpowiednio, o 335 i 112 pkt baz.

Wykres 5.2.12. Rentowność 5-letnich obligacji benchmarkowych Polski, Stanów Zjednoczonych oraz wybranych państw europejskich w 2023 i 2024 r.



Źródło: Bloomberg.

5.2.2.2. Nieskarbowe obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa

Do nieskarbowych obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa należą: obligacje emitowane przez BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD)²⁹³, Funduszu Przeciwdziałania COVID-19²⁹⁴, Funduszu Pomocy²⁹⁵, Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych

²⁹³ KFD został powołany w BGK na mocy ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. 2025 r., poz. 561). Fundusz wspiera finansowo realizację Programu Budowy Dróg Krajowych przez gromadzenie i wydatkowanie środków na przygotowanie, budowę, przebudowę, remonty, utrzymanie i ochronę autostrad, dróg ekspresowych i pozostałych dróg krajowych. Podstawę prawną dla programu emisji obligacji na rzecz KFD z gwarancją Skarbu Państwa stanowi art. 39d ust. 1 oraz art. 39p–39w wspomnianej ustawy.

²⁹⁴ Podstawę prawną dla programu emisji obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 stanowi art. 67 ust. 3, 4 i 10 ustawy z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2020 r., poz. 568 z późn. zm.) w związku z art. 39p–39w ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. z 2025 r., poz. 561).

²⁹⁵ Podstawę prawną dla programu emisji obligacji na rzecz Funduszu Pomocy stanowi art. 16 ust. 3, 4 i 10 ustawy z dnia 12 marca 2022 r. o pomocy obywatelom Ukrainy w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego państwa (tekst jednolity Dz.U. z 2025 r., poz. 337 z późn. zm.) w związku z art. 39p–39w ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. z 2025 r., poz. 561).

(FWSZ)²⁹⁶, a także obligacje PFR²⁹⁷ emitowane w ramach Tarcz Finansowych. Wspomniana gwarancja Skarbu Państwa przysługuje bezwarunkowo do 100% wartości pozostających do wypłaty świadczeń pieniężnych wynikających z tych papierów dłużnych wraz z należnymi odsetkami od tej kwoty i innymi kosztami bezpośrednio związanymi z ich emisją. Zadłużenie z tytułu wspomnianych instrumentów finansowych wpływa na wartość długu sektora finansów publicznych, ale nie jest uwzględniane w zadłużeniu Skarbu Państwa.

Wielkość i struktura rynku

Nieskarbowe obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa stanowiły największy segment krajowego rynku nieskarbowych papierów dłużnych. Na koniec 2024 r. wartość zadłużenia z tytułu emisji tych instrumentów wyniosła 237,9 mld zł, tj. 6,5% PKB (tabela 5.2.6).

Tabela 5.2.6. Zadłużenie z tytułu emitowanych na rynek krajowy obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa, według stanów na koniec okresów, oraz wartość nowych emisji w latach 2022–2024 (w mld zł)

	2022	2023	2024
Wartość zadłużenia	223,8	240,7	237,9
- obligacje BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego	2,3	2,3	1,0
- obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19	142,0	153,7	166,8
- obligacje na rzecz Funduszu Pomocy	5,6	7,8	9,6
- obligacje na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych	-	3,0	3,0
- obligacje PFR	73,9	73,9	57,6
Wartość nowych emisji	13,4	17,3	14,9

Uwagi: BGK emitował także nieuwzględnione w prezentowanym zestawieniu gwarantowane przez Skarb Państwa obligacje na rynki zagraniczne. Na koniec 2024 r. zadłużenie z tytułu takich obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19 wyniosło 7,4 mld euro i 3,9 mld USD, na rzecz KFD – 5,4 mld euro i 1,8 mld USD, na rzecz Funduszu Pomocy – 3,0 mld euro i 93 mld japońskich jenów, a na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych – 1 mld USD. Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: opracowano na podstawie danych BGK, PFR oraz KDPW.

W 2024 r. BGK wyemitował na krajowy rynek cztery serie obligacji na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19, których łączna wartość wyniosła 13,1 mld zł. W efekcie krajowe zadłużenie z tytułu emisji tych instrumentów wzrosło do 166,8 mld zł na koniec analizowanego okresu (tabela 5.2.7). Wspomniane papiery dłużne były oferowane na organizowanych przez NBP aukcjach jednej ceny, w których mogły brać udział instytucje mające status DSPW. Wartość

²⁹⁶ Podstawę prawną dla programu emisji obligacji na rzecz Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych stanowi art. 45 ust. 1, 2 i 8 ustawy z dnia 11 marca 2022 r. o obronie Ojczyzny (tekst jednolity Dz. U. z 2025 r., poz. 825), w związku z art. 39p–39w ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. z 2025 r., poz. 561).

²⁹⁷ Podstawę prawną dla programu emisji obligacji PFR stanowi art. 21aa ustawy z dnia 4 lipca 2019 r. o systemie instytucji rozwoju (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 923 z późn. zm.) w związku z art. 39p–39w ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym (tekst jednolity Dz.U. z 2025 r., poz. 561).

nominalna pojedynczej obligacji, podobnie jak w przypadku rynkowych obligacji skarbowych, wynosiła 1 tys. zł. Wartość wielu serii tych obligacji była porównywalna z wartościami serii skarbowych papierów wartościowych. Termin zapadalności wyemitowanych w 2024 r. obligacji wynosił od 3 do 18 lat, oprocentowanie trzech serii było stałe (z kuponami od 1,75% do 6,75%), a jednej – zmienne (wskaźnik WIBOR 6M powiększony o 0,5 pkt proc.). Na rynku pierwotnym rentowności tych papierów dłużnych w 2024 r. kształtowały się w przedziale od 5,1% do 6,1%, w zależności od terminu zapadalności serii obligacji oraz aktualnych warunków rynkowych. W listopadzie 2024 r. agencja Moody's utrzymała nadany w poprzednim roku długoterminowy rating BGK na poziomie A2 w walucie krajowej i obcej, odpowiadający ratingowi Polski. Natomiast Fitch Ratings potwierdził w czerwcu 2024 r. długoterminowy rating BGK na poziomie A– z perspektywą stabilną (również równy ocenie ratingowej Polski).

W 2024 r. BGK wyemitował na rynek krajowy na rzecz Funduszu Pomocy dwie serie nominowanych w euro obligacji o łącznej wartości 436 mln euro i stałym kuponie 3,6% albo 4,0%, które po cenie nominalnej objął EBI. Na rynek krajowy nie emitowano w 2024 r. obligacji na rzecz FWSZ ani KFD. W przypadku obu tych funduszy w obiegu pozostawała jedna seria papierów dłużnych, których wartość nominalna wynosiła, odpowiednio, 3,0 mld zł (zapadająca w 2025 r.) i 1,0 mld zł (zapadająca w 2045 r.). W październiku 2024 r. BGK wykupił serię obligacji na rzecz KFD (IDS1024) o wartości nominalnej prawie 1,3 mld zł.

Tabela 5.2.7. Obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19 w latach 2023–2024 (zadłużenie według stanów na koniec okresów)

Serie obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19	Kupon	Wartość obligacji (w mld zł)		Struktura obligacji (w %)	
		2023	2024	2023	2024
FPC0725	1,250%	25,3	25,3	16,5	15,2
FPC0427	1,875%	33,6	33,6	21,8	20,1
FPC0328	1,750%	19,4	22,8	12,6	13,7
FPC0630	2,125%	34,2	34,2	22,3	20,5
FPC0631	WIBOR 6M+0,5 pkt proc.	23,3	28,0	15,2	16,8
FPC0733	2,250%	8,7	12,2	5,7	7,3
FPC1140	2,375%	6,5	6,5	4,3	3,9
FPC0342	6,750%	2,7	4,3	1,7	2,5
Ogółem	-	153,7	166,8	100,0	100,0

Uwagi: cyfry w nazwach poszczególnych serii obligacji oznaczają terminy ich zapadalności (np. obligacje serii FPC0725 zapadają w lipcu 2025 r.). Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii ogółem ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: opracowano na podstawie danych BGK.

PFR nie emitował obligacji w analizowanym okresie. W marcu 2024 r. zapadła jedna seria papierów dłużnych, wyemitowanych przez ten podmiot w ramach tzw. Tarcz Finansowych, o wartości nominalnej 16,3 mld zł. W efekcie na koniec roku w obiegu znajdowało się dziesięć serii tych obligacji o stałym kuponie i terminach zapadalności od 2025 do 2030 r., o łącznej wartości

nominalnej niespełna 57,6 mld zł. W czerwcu 2024 r. agencja S&P po raz kolejny utrzymała ocenę PFR odpowiadającą ratingowi Polski, tj. A w walucie krajowej oraz A– w walucie obcej, oba z perspektywą stabilną.

Rynek wtórny i inwestorzy

Podobnie jak w przypadku obligacji skarbowych zdecydowana większość transakcji obligacjami gwarantowanymi przez Skarb Państwa była zawierana na rynku OTC. Wśród tych papierów dłużnych największą płynnością na rynku wtórnym charakteryzowały się obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19 (tabela 5.2.8). Wskaźnik płynności dla tych obligacji, liczony jako iloraz średniej miesięcznej wartości transakcji bezwarunkowych i średniego stanu zadłużenia tych instrumentów, w 2024 r. wyniósł 0,02 (wobec 0,20 dla obligacji skarbowych). Obligacje te były również relatywnie często wykorzystywane jako zabezpieczenie w transakcjach warunkowych. W przypadku pozostałych rodzajów obligacji BGK gwarantowanych przez Skarb Państwa nie odnotowano na rynku OTC transakcji bezwarunkowych, papiery te nie stanowiły również zabezpieczenia w transakcjach warunkowych. Płynność rynku wtórnego obligacji PFR w 2024 r. była istotnie mniejsza (wskaźnik płynności wyniósł poniżej 0,01). Były one także wykorzystywane jako zabezpieczenie w transakcjach SBB, ale zdecydowanie rzadziej niż wspomniane obligacje BGK.

Tabela 5.2.8. Średnia dzienna wartość transakcji gwarantowanymi przez Skarb Państwa krajowymi obligacjami BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19 i obligacjami PFR w latach 2023–2024 (w mln zł)

Obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19	2023	2024
Transakcje bezwarunkowe	172,2	152,5
- w tym na platformie Catalyst	2,5	4,5
Transakcje warunkowe	337,3	306,7
Obligacje PFR	2023	2024
Transakcje bezwarunkowe	31,5	17,8
- w tym na platformie Catalyst	0,3	0,1
Transakcje warunkowe	31,4	14,5

Źródło: obliczono na podstawie danych KDPW.

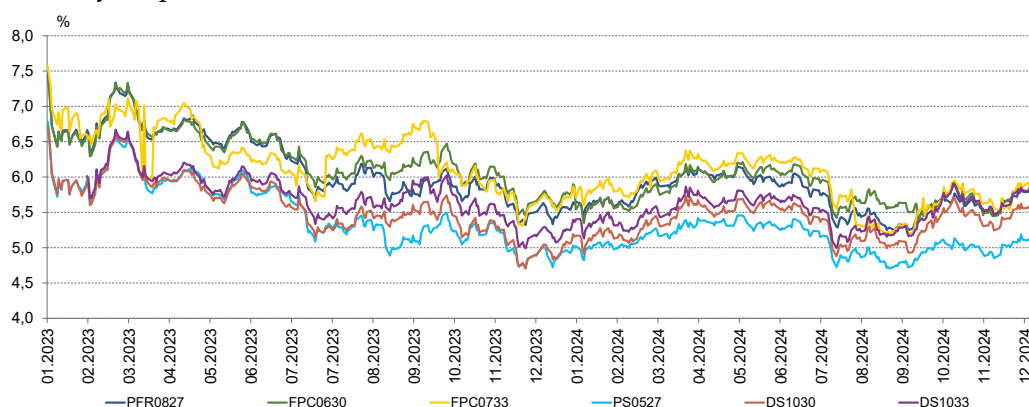
Na koniec 2024 r. wszystkie nominowane w złotych serie obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19, seria obligacji na rzecz FWSZ (o łącznej wartości prawie 170 mld zł), jak również siedem serii obligacji PFR (o wartości ponad 55 mld zł) były wprowadzone na platformę Catalyst – papiery dłużne BGK na regulowany rynek detaliczny organizowany przez GPW, natomiast instrumenty finansowe PFR na rynek detaliczny o statusie ASO, również prowadzony przez warszawską giełdę. Seria obligacji BGK na rzecz KFD była notowana na obu rynkach regulowanych w ramach platformy Catalyst. W analizowanym okresie zdecydowanie najczęściej zawierano transakcje obligacjami BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID–19 (prawie 15,9 tys. transakcji o wartości ponad 1,1 mld zł). Obroty obligacjami PFR były znikome

(7 transakcji o wartości 29 mln zł), natomiast w przypadku obligacji na rzecz KFD i FWSZ nie odnotowano żadnej transakcji na rynku zorganizowanym.

Na rynku wtórnym obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa były w 2024 r. wyceniane przez uczestników rynku podobnie jak obligacje skarbowe, ale charakteryzowały się nieco wyższą rentownością. Związane to było przede wszystkim z większym ryzykiem płynności inwestycji w te instrumenty niż w przypadku inwestycji w obligacje skarbowe. Zmiany rentowności obligacji skarbowych pociągały za sobą podobne zmiany w wycenie gwarantowanych przez Skarb Państwa obligacji BGK i PFR (wykres 5.2.13).

Z danych NBP wynika, że w analizowanym okresie wzrósł udział banków krajowych w strukturze nabywców obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa. Na koniec 2024 r. wyniósł on 59,2% w przypadku obligacji PFR, natomiast dla obligacji BGK – 49,1% (wykres 5.2.14). Zaangażowanie banków we wspomniane instrumenty finansowe wzrosło do ponad 117 mld zł na koniec grudnia. NBP posiadał obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 oraz obligacje PFR o łącznej wartości około 57,5 mld zł, które nabył na rynku wtórnym w ramach przeprowadzanych w latach 2020–2021 operacji strukturalnych. Na koniec 2024 r. udział banku centralnego w strukturze nabywców obligacji PFR i obligacji BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 wyniósł, odpowiednio, 27,5% oraz 24,5%.

Wykres 5.2.13. Rentowności wybranych obligacji skarbowych i gwarantowanych przez Skarb Państwa o stałym oprocentowaniu w latach 2023–2024



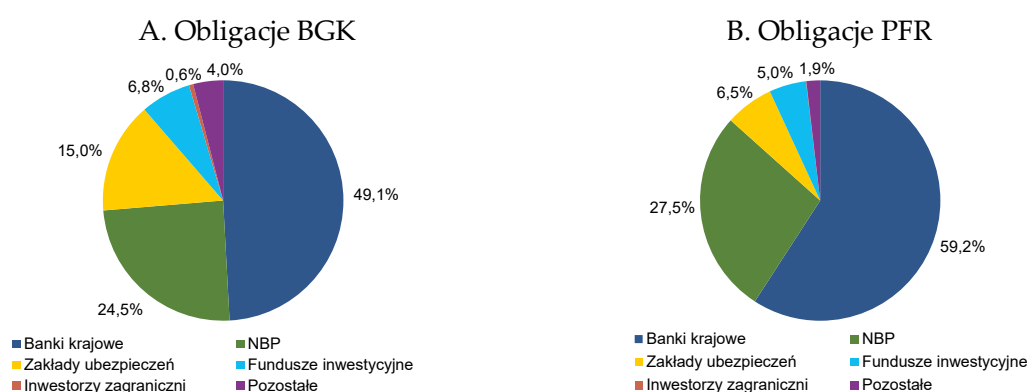
Uwaga: 7-letnie obligacje PFR (PFR0827); 10-letnie obligacje BGK (FPC0630) oraz 13-letnie obligacje BGK (FPC0733); 5-letnie obligacje skarbowe (PS0527) oraz 10-letnie obligacje skarbowe (DS1030 i DS1033).

Źródło: Bloomberg.

Obligacje BGK i PFR znajdowały się również w portfelach krajowych podmiotów niebankowych i nierezydentów. Na koniec 2024 r. udział funduszy inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeń w strukturze nabywców obligacji PFR stanowił, odpowiednio, 5,0% oraz 6,5%. Z kolei wartość tych papierów dłużnych w posiadaniu inwestorów zagranicznych była marginalna. Udział zakładów ubezpieczeń w strukturze nabywców obligacji BGK gwarantowanych przez SP wyniósł 15,0%, podobnie jak rok wcześniej. Udział funduszy inwestycyjnych w tej strukturze również nie zmienił

się istotnie w analizowanym okresie – podmioty te posiadały 6,8% gwarantowanych papierów dłużnych BGK. Na koniec grudnia 2024 r. nierezydenci mieli w swoich portfelach jedynie około 0,6% tych instrumentów. Większe zainteresowanie niebankowych instytucji finansowych obligacjami BGK mogło wynikać z silniejszego zróżnicowania parametrów tych instrumentów w porównaniu z obligacjami PFR (obligacje o zmiennym kuponie, dłuższe terminy zapadalności, wyższa wartość poszczególnych serii), a także istotnie większej płynności rynku wtórnego i niższego nominału pojedynczej obligacji.

Wykres 5.2.14. Nabywcy gwarantowanych przez Skarb Państwa obligacji BGK (na rzecz KFD i Funduszu Przeciwdziałania COVID–19) oraz PFR na koniec 2024 r.



Źródło: dane SHS, NBP.

5.2.2.3. Obligacje komunalne

Wielkość rynku

W 2024 r., podobnie jak w poprzednich latach, obserwowano wzrost zadłużenia z tytułu obligacji komunalnych²⁹⁸. Rynek tych instrumentów nadal jednak stanowił relatywnie niewielki segment krajowego rynku kapitałowego. Wartość nowych emisji papierów dłużnych JST w analizowanym okresie wyniosła 6,8 mld zł, o ponad jedną czwartą mniej niż w rekordowym pod tym względem 2023 r. Całkowite zadłużenie z tytułu tych papierów dłużnych na koniec 2024 r. wzrosło do 41,9 mld zł, co odpowiadało prawie 40% całego zadłużenia JST (tabela 5.2.9). Omawiany segment rynku kapitałowego charakteryzował się silnym rozdrobnieniem: na koniec grudnia w obiegu pozostawało około 16,5 tys. serii obligacji komunalnych, wyemitowanych przez nieco ponad tysiąc podmiotów.

²⁹⁸ W ramach krajowego rynku obligacji komunalnych uwzględnione zostały dłużne papiery wartościowe emitowane w Polsce przez jednostki samorządu terytorialnego, z wyłączeniem emisji przeprowadzonych przez spółki komunalne. Emisje spółek prawa handlowego, których właścicielem są JST, zostały uwzględnione w rozdziale poświęconym długoterminowym papierom dłużnym przedsiębiorstw.

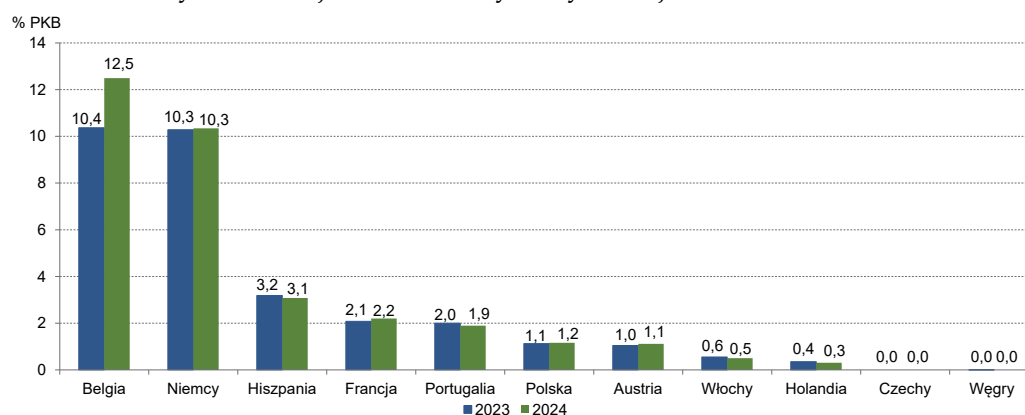
Wielkość rynków obligacji komunalnych w innych państwach UE była mocno zróżnicowana i w dużym stopniu zależała od ustroju administracyjnego poszczególnych krajów. Najlepiej rozwinięte rynki tych instrumentów funkcjonowały na obszarach, gdzie regiony cieszyły się znaczną autonomią, m.in. w Niemczech, w Belgii oraz w Hiszpanii. W Czechach i na Węgrzech znaczenie tego segmentu rynku kapitałowego było marginalne (wykres 5.2.15).

Tabela 5.2.9. Zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych na koniec roku oraz wartość nowych emisji w latach 2021–2024 (w mld zł)

	2021	2022	2023	2024
Wartość zadłużenia	30,2	31,6	38,4	41,9
- w tym: wartość obligacji notowanych na Catalyst	3,6	4,0	5,7	6,8
Wartość nowych emisji	4,5	4,7	9,2	6,8

Źródło: opracowano na podstawie danych KDPW i Catalyst.

Wykres 5.2.15. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych w relacji do PKB w wybranych krajach UE w latach 2023–2024



Uwagi: zadłużenie JST z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych w relacji do PKB dla Polski obliczono na podstawie danych KDPW i GUS oraz przeliczono według średniego kursu EUR/PLN na koniec grudnia 2023 r. (4,3480) oraz na koniec grudnia 2024 r. (4,2730). Wartości dla pozostałych państw członkowskich UE bazują na danych EBC i Eurostat (zgodnie z którymi relacja zadłużenia JST z tytułu obligacji komunalnych do PKB w Polsce w 2023 i 2024 r. wyniosłaby, odpowiednio, 0,8% i 0,9%). Wartości za 2023 r. różnią się od danych zamieszczonych w poprzedniej edycji tego opracowania ze względu na korekty danych publikowanych przez EBC, Eurostat i GUS. Źródło: opracowano na podstawie danych EBC, Eurostat, GUS i KDPW.

W analizowanym okresie około 400 JST wyemitowało ponad 1,7 tys. serii obligacji komunalnych o wartości 6,8 mld zł. Tylko w grudniu uplasowano prawie połowę wszystkich serii tych instrumentów finansowych o wartości 3,6 mld zł. Siedem miast i jedno województwo w 2024 r. przeprowadziły emisje na co najmniej 100 mln zł, a ich łączna wartość wyniosła 2,8 mld zł. Wciąż jednak przeważały niewielkie emisje małych i średnich JST. Emisje obligacji komunalnych były przeważnie dzielone na wiele serii, co pozwalało uzyskiwać podobny harmonogram spłaty zadłużenia jak w przypadku kredytu i unikać znacznych jednorazowych wydatków na wykup obligacji.

Środki pozyskane z emisji papierów dłużnych służyły JST przede wszystkim do finansowania inwestycji, w tym zapewnienia niezbędnego wkładu przy realizacji projektów współfinansowanych z funduszy europejskich oraz refinansowania zapadającego zadłużenia. Z danych Ministerstwa Finansów wynika, że wydatki inwestycyjne JST w 2024 r. spadły do 81,9 mld zł (z rekordowych 87,7 mld zł rok wcześniej). Jednocześnie sytuacja finansowa sektora samorządowego poprawiła się, o czym świadczy zmniejszenie deficytu JST do 0,8 mld zł w analizowanym okresie (wobec 22,9 mld zł rok wcześniej), co częściowo wynikało z mniejszej aktywności inwestycyjnej tych podmiotów. Zadłużenie sektora samorządowego (po konsolidacji) wzrosło do 107,4 mld zł na koniec 2024 r.

Emisje obligacji komunalnych nie podlegają postępowaniu o udzielenie zamówienia publicznego i nie wymagają ustanawiania zabezpieczeń dla zaciąganych zobowiązań, co wpływa na popularność tych instrumentów. Skala ich emisji jest jednak ograniczana przez rozwiązania określone w ustawie o finansach publicznych, tj. związanie maksymalnej kwoty wydatków JST na wykup i obsługę zaciągniętych zobowiązań z dochodami tych jednostek²⁹⁹.

Struktura rynku

Zdecydowana większość obligacji komunalnych miała nierynkowy charakter. Banki będące organizatorami emisji zazwyczaj nabywały te instrumenty na rynku pierwotnym z zamiarem trzymania ich do terminu zapadalności i traktowały je jako alternatywę wobec udzielenia kredytu JST. Na koniec 2024 r. wartość zarejestrowanych w KDPW obligacji komunalnych wzrosła do 31,6 mld zł (z 25,9 mld zł rok wcześniej), co stanowiło trzy czwarte wartości tego rynku³⁰⁰. Poza KDPW wciąż było zarejestrowanych ponad 8,3 tys. serii obligacji komunalnych o wartości 10,4 mld zł.

Na koniec analizowanego okresu emisje gmin (w tym miast na szczeblu gminnym) stanowiły prawie 45% wartości obligacji komunalnych pozostających w obrocie, powiatów – 7,5%, a województw – 2,5%. Udział miast na prawach powiatów (wraz z gminami o tej samej nazwie), które zazwyczaj emitowały serie obligacji komunalnych o dużych wartościach, wyniósł 45%. Największymi emitentami tych papierów dłużnych były: Kraków (3,2 mld zł), Łódź (3,2 mld zł), Lublin (1,4 mld zł) oraz Poznań (0,9 mld zł).

Na rynku pierwotnym wciąż przeważały oferty obligacji komunalnych o niewielkich wartościach (ich średnia wartość wyniosła niecałe 4,0 mln zł), co było związane ze wspomnianą tendencją do dzielenia emisji na wiele serii. Średni termin zapadalności nowo emitowanych instrumentów,

²⁹⁹ Zgodnie z art. 9 ust. 1 ustawy z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2018 r., poz. 2500 z późn. zm.) relacja rocznej wartości spłat zobowiązań JST i kosztów ich obsługi do planowanych dochodów ogółem nie może przekraczać wskaźnika odpowiadającego średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich trzech albo siedmiu lat relacji dochodów bieżących (powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku i pomniejszonych o wydatki bieżące) do dochodów ogółem.

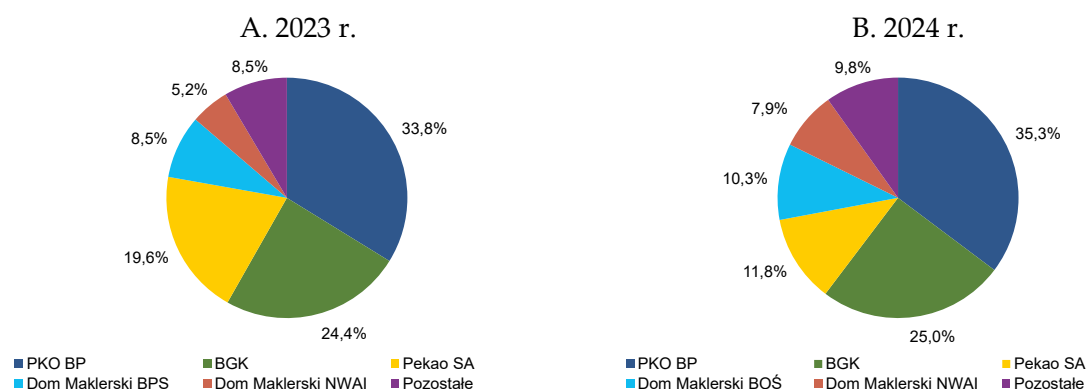
³⁰⁰ Od 1 lipca 2019 r. istnieje wymóg dematerializacji i rejestracji w centralnym depozycie nowo emitowanych nieskarbowych papierów dłużnych.

podobnie jak rok wcześniej, wyniósł niecałe 10 lat. Jednak inaczej niż w latach poprzednich, instrumenty o krótszym od wspomnianego pierwotnym terminie zapadalności stanowiły mniejszość (około 35% w ujęciu wartościowym). Obligacje komunalne o najdłuższych pierwotnych terminach wykupu (około 20 lat) zostały w 2024 r. wyemitowane przez powiat ciechanowski i gminę Otmuchów. W 2024 r. największe emisje dłużnych papierów wartościowych przeprowadziły: Łódź (prawie 0,8 mld zł), Kraków (0,5 mld zł) oraz Katowice (niecałe 0,4 mld zł).

Praktycznie wszystkie obligacje komunalne zdeponowane w KDPW były niezabezpieczonymi instrumentami o zmiennym oprocentowaniu. Z dostępnych danych wynika, że w przeważającym stopniu podstawą dla określania kuponów odsetkowych serii tych instrumentów był wskaźnik referencyjny WIBOR 6M. Dla nielicznych serii tych papierów dłużnych kupony odsetkowe wyliczano na podstawie wskaźnika WIBOR 3M. W KDPW zarejestrowana była jedna seria obligacji Krakowa (o stałym oprocentowaniu) o wartości 200 mln zł. Czternaście miast (tj. o jedno mniej niż rok wcześniej) oraz trzy województwa miały na koniec 2024 r. rating przyznany przez Fitch Ratings. Podmioty te wyemitowały obligacje o łącznej wartości 4,3 mld zł. Zatem ocena ratingowa występowała w przypadku nieco ponad 10% obligacji komunalnych (w ujęciu wartościowym).

Z danych KDPW wynika, że w 2024 r. ponad połowa obligacji komunalnych (w ujęciu wartościowym) została wprowadzona na rynek pierwotny przez dwa duże banki zajmujące się obsługą JST (wykres 5.2.16). Istotne udziały w tym rynku miały również trzy inne podmioty. Agenci emisji w procesie negocjacji z JST zazwyczaj starali się dopasowywać warunki emisji obligacji do własnych preferencji.

Wykres 5.2.16. Agenci emisji obligacji komunalnych w 2023 i 2024 r.



Uwaga: ze względu na zaokrąglenia suma udziałów poszczególnych agentów emisji może nieznacznie różnić się od 100.

Źródło: KDPW.

Rynek wtórny i inwestorzy

JST rzadko decydowały się na wprowadzenie obligacji do obrotu na rynek zorganizowany, co miało związek z powszechnym obejmowaniem emisji przez banki oraz koniecznością poniesienia

dodatkowych kosztów. Na koniec 2024 r. prawie 84% wszystkich obligacji komunalnych (w ujęciu wartościowym) było przedmiotem obrotu wyłącznie na rynku OTC.

Płynność rynku wtórnego obligacji komunalnych w 2024 r. pozostała znikoma. Według danych KDPW w 2024 r. na rynku OTC zawarto około 450 transakcji bezwarunkowych wspomnianymi instrumentami o wartości około 1,1 mld zł (średnia dzienna wartość tych transakcji wyniosła około 5 mln zł). W analizowanym okresie zawarto jedynie kilka transakcji warunkowych (SBB/BSB) zabezpieczonych obligacjami komunalnymi.

Wartość obligacji komunalnych będących przedmiotem obrotu na platformie Catalyst (na rynkach regulowanych organizowanych przez GPW i BondSpot) w 2024 r. wzrosła o ponad 19% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosła 6,8 mld zł na koniec grudnia (tabela 5.2.10). Sześć JST po raz pierwszy wprowadziło obligacje do obrotu zorganizowanego na platformie Catalyst, we wszystkich przypadkach na rynek regulowany GPW. Wartość papierów dłużnych wprowadzonych na rynek wyniosła prawie 900 mln zł, w tym zdecydowaną większość stanowiły obligacje Łodzi (nieco ponad 764 mln zł).

Na koniec grudnia na platformie Catalyst było notowanych 337 serii tych instrumentów dłużnych, w tym 62 znajdowały się w obrocie równoległe na rynkach regulowanych organizowanych przez Bondspot i GPW (pozostałe serie wyłącznie na rynku GPW). Największym emitentem obligacji pozostających w obrocie regulowanym był Kraków (2,4 mld zł). Innymi znacznymi emitentami notowanych obligacji komunalnych były: Łódź (764 mln zł), Warszawa (400 mln zł) oraz Siedlce (312 mln zł). Płynność rynku wtórnego obligacji komunalnych notowanych na platformie Catalyst była znikoma. W 2024 r. na rynku regulowanym GPW zawarto 17 transakcji o łącznej wartości niecałych 2 mln zł (wobec 0,5 mln zł rok wcześniej).

Tabela 5.2.10. Obligacje komunalne notowane na rynkach regulowanych działających w ramach platformy Catalyst w 2023 i 2024 r.

Rynek	Wartość notowanych obligacji (mln zł) na koniec roku		Liczba emitentów na koniec roku		Wartość obrotów pakietowych i sesyjnych (mln zł)	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024
GPW	4 335	5 720	22	28	0,5	2,0
Równoległe Bondspot i GPW	1 393	1 105	19	19	-	-

Uwaga: obligacje komunalne nie były notowane w ASO, transakcje tymi instrumentami finansowymi odbywały się tylko na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW.

Źródło: opracowano na podstawie danych Catalyst.

Na podstawie dostępnych danych można wnioskować, że na koniec 2024 r. udział banków krajowych w strukturze inwestorów na rynku obligacji komunalnych wyniósł 90%. Udział funduszy inwestycyjnych na tym rynku można szacować na około 5%. Zainteresowanie obligacjami komunalnymi wśród niebankowych instytucji finansowych od lat pozostawało niewielkie, przede wszystkim ze względu na zdominowaną przez banki krajowe strukturę

nabywców tych instrumentów finansowych, niskie wartości poszczególnych serii emisji oraz znikomą płynność rynku wtórnego tych instrumentów.

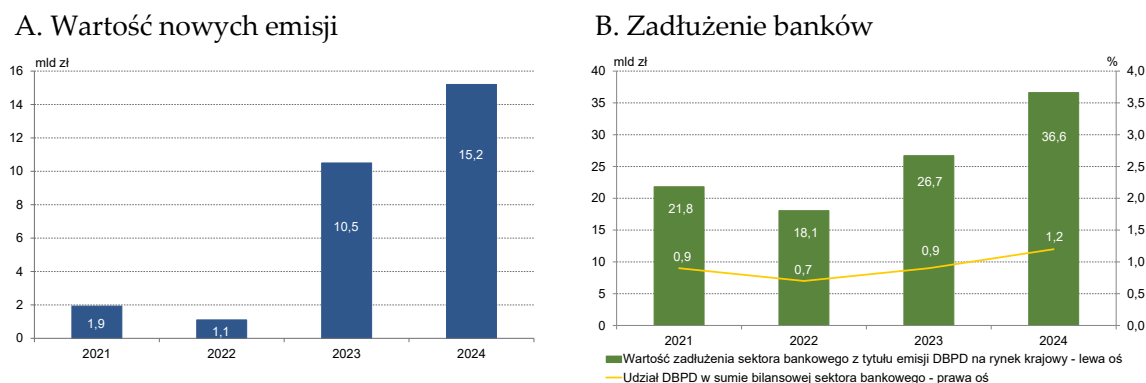
5.2.2.4. Długoterminowe instrumenty dłużne emitowane przez banki

Długoterminowe bankowe papiery dłużne

Wielkość rynku

W 2024 r., podobnie jak rok wcześniej, zaobserwowano wzrost zadłużenia banków działających w Polsce z tytułu emisji długoterminowych bankowych papierów dłużnych (DBPD) na rynku krajowym³⁰¹ (wykres 5.2.17, prawy panel). Dla większości tych podmiotów finansowanie za pośrednictwem DBPD miało jednak nadal niewielkie znaczenie. Udział wspomnianych papierów w pasywach sektora bankowego pozostawał niski w porównaniu z analogicznym udziałem w strefie euro³⁰². Głównym źródłem finansowania sektora bankowego były, podobnie jak w poprzednich latach, depozyty sektora niefinansowego, w tym głównie od gospodarstw domowych.

Wykres 5.2.17. Emisje DBPD na rynek krajowy przeprowadzone przez banki krajowe w latach 2021–2024



Źródło: NBP.

W 2024 r. wartość nowych emisji DBPD na rynek krajowy była znacznie wyższa niż we wcześniejszych latach (wykres 5.2.17, lewy panel). Wynikało to przede wszystkim z konieczności spełnienia wymogu MREL i zwiększania zobowiązań kwalifikowalnych, głównie przez emisje instrumentów dłużnych. Ponadto od początku 2024 r. zwiększało się zainteresowanie emitentów rynkiem krajowym. W efekcie spadł udział zobowiązań sektora bankowego z tytułu emisji DBPD

³⁰¹ W tym podrozdziale analizowane są długoterminowe bankowe papiery dłużne wyemitowane na rynku krajowym z wyłączeniem obligacji wyemitowanych przez BGK na rzecz funduszy celowych.

³⁰² Na koniec 2024 r. wartość długoterminowych papierów dłużnych wyemitowanych przez banki w strefie euro stanowiła około 12% sumy bilansowej sektora bankowego.

na rynek zagraniczny i na koniec analizowanego okresu wyniósł 27% całkowitej wartości zobowiązań z tytułu emisji tych instrumentów. Ten trend może być jednak trudny do utrzymania wobec rosnących potrzeb emisyjnych banków i relatywnie płytkiego krajowego rynku kapitałowego.

W strukturze terminowej DBPD sprzedawanych na rynku pierwotnym dominowały emisje średnioterminowe (tabela 5.2.11). Instrumenty dłużne emitowane w celu pokrycia wymogu MREL miały bowiem zazwyczaj termin zapadalności 3–5 lat.

Tabela 5.2.11. Struktura terminowa zadłużenia banków krajowych z tytułu emisji DBPD w Polsce w latach 2021–2024 (w %, według stanów na koniec lat)

	2021	2022	2023	2024
Od 1 roku do 2 lat (włącznie)	12,1	5,6	7,0	9,4
Od 2 do 5 lat (włącznie)	30,2	24,2	47,0	57,2
Od 5 do 10 lat (włącznie)	37,2	50,4	33,6	24,6
Powyżej 10 lat	20,5	19,9	12,5	8,8

Źródło: NBP.

Emisji długoterminowych papierów dłużnych na krajowym rynku dokonywały również zagraniczne instytucje kredytowe. Pozyskiwały one w ten sposób środki w złotych, które następnie – w formie finansowania wewnątrzgrupowego – mogły przekazywać bankom-córkom działającym w Polsce. Na koniec 2024 r. w KDPW zarejestrowane były emisje długoterminowych papierów dłużnych trzech instytucji kredytowych spoza Polski, a ich wartość odpowiadała około 13% wartości DBPD wyemitowanych przez banki krajowe (tabela 5.2.12). W obrocie znajdowały się również obligacje wyemitowane przez Europejski Bank Inwestycyjny (EBI).

Tabela 5.2.12. Struktura zadłużenia z tytułu emisji DBPD w Polsce w latach 2021–2024 według emitentów (w mld zł, według stanów na koniec lat)

	2021	2022	2023	2024
Banki krajowe	21,8	18,1	26,7	36,6
EBI	1,5	4,8	4,5	2,9
Banki zagraniczne	4,9	3,7	3,2	4,9
Ogółem	28,2	26,6	34,4	44,4

Źródło: NBP.

Do dalszego wzrostu wartości emisji papierów dłużnych przez banki krajowe może przyczynić się nowa metodyka MREL, ogłoszona pod koniec 2024 r.³⁰³, oraz konieczność spełnienia nowego

³⁰³ BFG sformułował w niej oczekiwanie, aby wymóg MREL w części odpowiadającej kwocie na rekapitalizację (RCA) był spełniony w pełni instrumentami dłużnymi (innymi niż CET1), tj. instrumentami dodatkowymi w Tier I, instrumentami w Tier II oraz zobowiązaniami kwalifikowalnymi (zob.: <https://www.bfg.pl/wp-content/uploads/2024-metodyka-mrel-13.11.2024.pdf>).

wymogu WFD, który zacznie obowiązywać od końca 2026 r. Istotnym wyzwaniem może być jednak znalezienie nabywców na wspomniane papiery na rynku krajowym, jak również relatywnie wyższy koszt tej formy finansowania działalności.

Rynek wtórny i inwestorzy

W przeciwieństwie do krótkoterminowych bankowych papierów dłużnych znaczna część DBPD była notowana na rynkach organizowanych przez GPW. Na koniec 2024 r. na platformie Catalyst notowane były obligacje o łącznej wartości około 28 mld zł, co odpowiadało około 77% zadłużenia banków krajowych z tytułu emisji tych instrumentów na rynku krajowym. Podobnie jak w poprzednich latach DBPD znajdowały się głównie w bilansach funduszy inwestycyjnych oraz, w znacznie mniejszym stopniu, funduszy emerytalnych, zakładów ubezpieczeń i banków. Wartość obrotów tymi instrumentami była bardzo niewielka, w całym analizowanym okresie wyniosła niecałe 0,8 mld zł.

Listy zastawne

Wielkość rynku

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami listy zastawne w Polsce mogą być emitowane jedynie przez banki hipoteczne i Bank Gospodarstwa Krajowego³⁰⁴. W 2024 r. na krajowym rynku prowadziło działalność pięć banków hipotecznych, koncentrujących się głównie na finansowaniu nieruchomości mieszkaniowych (90% ich aktywów stanowiły kredyty mieszkaniowe dla gospodarstw domowych). Wartość aktywów banków hipotecznych i kredytów mieszkaniowych w ich bilansach nadal była niewielka (w grudniu 2024 r. stanowiły one odpowiednio 1,4% oraz 8% aktywów i kredytów mieszkaniowych całego sektora bankowego). Konsekwencją niewielkich rozmiarów banków hipotecznych było małe znaczenie listów zastawnych w finansowaniu sektora bankowego w Polsce.

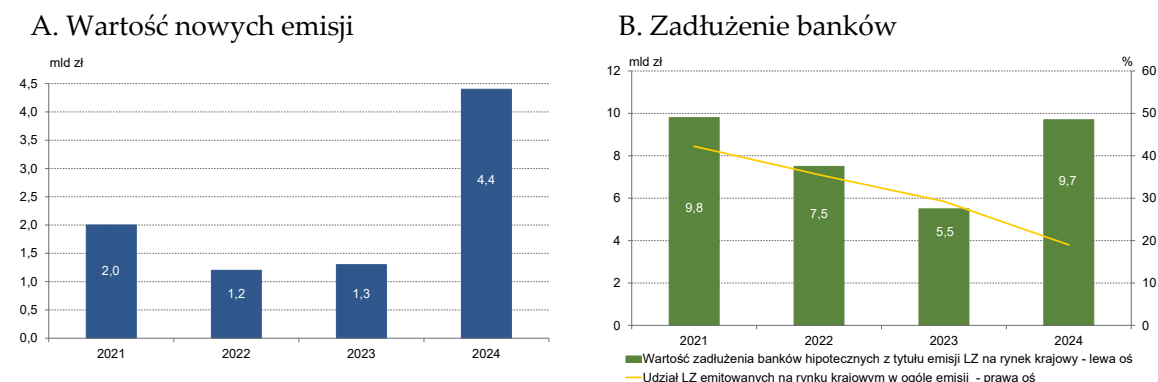
Głównym źródłem wzrostu sumy bilansowej banków hipotecznych były kredyty przeniesione z banku-matki. Większość banków hipotecznych w Polsce nie udzielała kredytów mieszkaniowych, a jedynie kupowała je od banków uniwersalnych działających w ramach grupy kapitałowej. Proces przenoszenia wierzytelności z banków-matek rozpoczął się w 2017 r. W efekcie banki hipoteczne zaczęły rezygnować z prowadzenia własnej akcji kredytowej. Na koniec 2024 r. nabyte od banku-matki wierzytelności z tytułu kredytów mieszkaniowych zabezpieczonych hipotecznie stanowiły około 50% sumy bilansowej banków hipotecznych.

W 2024 r. wartość nowych emisji listów zastawnych na rynku krajowym istotnie wzrosła (wykres 5.2.18, lewy panel). Wartość zobowiązań z tego tytułu była jednak nadal relatywnie niewielka (wykres 5.2.18, prawy panel). Jednocześnie zmniejszyło się zainteresowanie banków hipotecznych

³⁰⁴ Do tej pory BGK nie wyemitował jeszcze żadnej transzy listów zastawnych.

emisjami na rynkach zagranicznych. Na koniec 2024 r. emisje takie stanowiły około 45% łącznej wartości listów wyemitowanych w tym roku (rok wcześniej było to 71%).

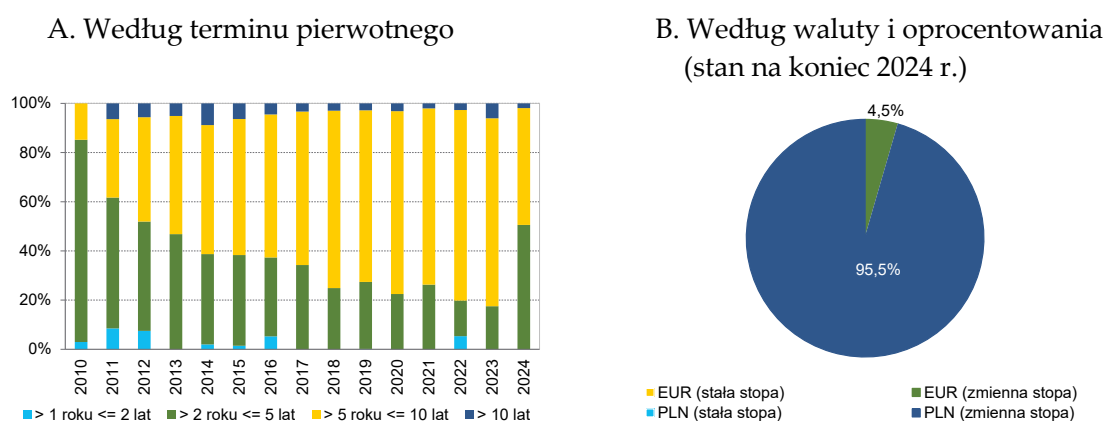
Wykres 5.2.18. Emisje listów zastawnych na rynek krajowy przeprowadzone przez banki hipoteczne w latach 2021–2024



Źródło: NBP.

W 2024 r. istotnie zmieniła się struktura terminowa zadłużenia z tytułu listów zastawnych wyemitowanych na rynku krajowym (wykres 5.2.19, lewy panel). Średni pierwotny termin wykupu nowych emisji był wyraźnie krótszy niż rok wcześniej. Na koniec grudnia 2024 r. niemal połowę zadłużenia stanowiły papiery o terminie wykupu poniżej 5 lat, podczas gdy na koniec 2023 r. ich udział nie przekraczał 20%. Listy zastawne miały wyłącznie zmienne oprocentowanie, bez względu na walutę, w której były nominowane (wykres 5.2.19, prawy panel).

Wykres 5.2.19 Struktura zobowiązań banków hipotecznych z tytułu wyemitowanych listów zastawnych na rynku krajowym



Źródło: NBP oraz raporty zabezpieczeń listów zastawnych poszczególnych banków hipotecznych.

Obowiązywanie nowego wymogu WFD od końca 2026 r. może przyczynić się do zwiększenia aktywności emisyjnej banków hipotecznych. Mało prawdopodobny wydaje się jednak istotny wzrost znaczenia banków hipotecznych w finansowaniu kredytów mieszkaniowych.

Rynek wtórny i inwestorzy

W 2024 r., podobnie jak w poprzednich latach, płynność rynku wtórnego listów zastawnych była bardzo niewielka. Na platformie Catalist zawarto w analizowanym okresie jedynie 7 transakcji tymi instrumentami o łącznej wartości około 7 mln zł. Głównymi grupami inwestorów na rynku listów zastawnych nadal były banki (głównie podmioty dominujące) oraz fundusze inwestycyjne i emerytalne.

5.2.2.5. Obligacje przedsiębiorstw³⁰⁵

Wielkość rynku

Rola obligacji w finansowaniu działalności krajowych przedsiębiorstw pozostawała niewielka. Zdecydowana większość firm działających w Polsce realizowała inwestycje ze środków własnych lub z wykorzystaniem leasingu, a na emisje papierów dłużnych decydowały się nieliczne przedsiębiorstwa mające zazwyczaj doświadczenie w funkcjonowaniu na rynku kapitałowym. Z danych KDPW wynika, że na koniec 2024 r. zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji obligacji na rynku krajowym nieznacznie spadło do 72,4 mld zł³⁰⁶ w porównaniu z poprzednim rokiem, przy czym przedsiębiorstw niefinansowych zmniejszyło się do 52,5 mld zł (tabela 5.2.13). Na koniec grudnia w obiegu znajdowało się ponad 2,1 tys. serii DPDP wyemitowanych przez około 580 podmiotów.

Relacja zadłużenia z tytułu obligacji przedsiębiorstw do PKB Polski w 2024 r. wyniosła 2,0%, podobnie jak w poprzednim roku. W strefie euro wyniosła ona około 35%, przy czym stopień rozwoju rynków tych papierów dłużnych w poszczególnych krajach UE był mocno zróżnicowany (wykres 5.2.20).

Z danych KDPW wynika, że w 2024 r. około 170 przedsiębiorstw wyemitowało na krajowym rynku około 300 serii obligacji o wartości 23,1 mld zł. Wartość nowych emisji była tym samym nieco wyższa niż rok wcześniej. Największe pojedyncze emisje przeprowadziły: spółka leasingowa wchodząca w skład międzynarodowego koncernu motoryzacyjnego (1,5 mld zł), krajowy koncern

³⁰⁵ Krajowy rynek obligacji przedsiębiorstw obejmuje obligacje emitowane w Polsce przez następujące kategorie podmiotów (według klasyfikacji ESA 2010): przedsiębiorstwa niefinansowe, pozostałe instytucje pośrednictwa finansowego (z wyjątkiem instytucji ubezpieczeniowych i funduszy emerytalno-rentowych), pomocnicze instytucje finansowe oraz instytucje finansowe typu *captive* i udzielające pożyczek. Na potrzeby niniejszego opracowania krajowy rynek długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw obejmuje obligacje emitowane także przez podmioty sektora prywatnego, które zgodnie z ESA 2010 są zaliczane do sektora instytucji samorządowych, tj. np. spółki komunalne powoływane przez JST. Używane w dalszej części rozdziału pojęcie przedsiębiorstwa odnosi się do wymienionych kategorii podmiotów. W niniejszym rozdziale określenia „DPDP” i „obligacje przedsiębiorstw” są stosowane wymiennie.

³⁰⁶ Oszacowane zadłużenie z tytułu DPDP nie uwzględnia gwarantowanych przez Skarb Państwa emisji obligacji PFR, który zgodnie z klasyfikacją ESA 2010 jest zaliczany do pomocniczych instytucji finansowych, ani emisji obligacji SKOK-ów. Nie uwzględniono także obligacji o wartości 2,3 mld zł wyemitowanych przez duży zakład ubezpieczeń oraz obligacji wyemitowanych przez Podmiot Zarządzający Aktywami (spółkę zależną BFG).

energetyczny (dwukrotnie po 1,0 mld zł) oraz krajowa spółka wydobywcza (1,0 mld zł). Obligacje przedsiębiorstw z branży usług finansowych (przede wszystkim spółek leasingowych) stanowiły ponad 45% wartości wyemitowanych w 2024 r. DPDP. Zarówno papiery dłużne spółek deweloperskich, jak i koncernów energetycznych oraz wydobywczych odpowiadały za niespełna 20%, natomiast spółki komunalne – za około 5%.

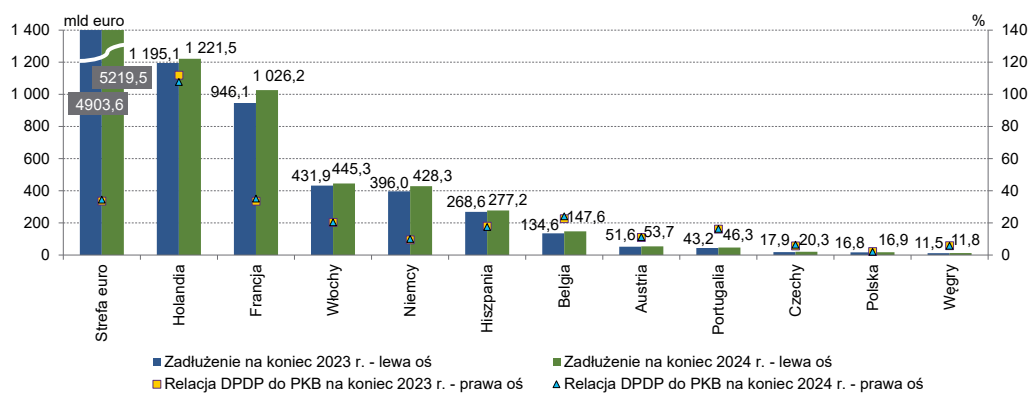
Tabela 5.2.13. Zadłużenie z tytułu DPDP oraz wartość nowych emisji w latach 2021–2024 (w mld zł)

	2021	2022	2023	2024
Wartość zadłużenia	86,5	79,8	72,9	72,4
w tym: przedsiębiorstw niefinansowych	77,2	66,5	60,5	52,5
DPDP pozostające w obrocie zorganizowanym	24,8	23,0	26,0	28,5
w tym: przedsiębiorstw niefinansowych	22,5	21,0	21,0	22,5
Wartość nowych emisji	16,1	9,7	19,1	23,1
w tym: trybie oferty prospektowej	0,3	0,8	1,2	1,6

Uwagi: dane są prezentowane według klasyfikacji ESA 2010. Dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzednich edycjach niniejszego opracowania ze względu na dokonane korekty w publikowanych danych.

Źródło: oszacowano na podstawie danych KDPW, RZE, KNF, Catalyst.

Wykres 5.2.20. Wartość zadłużenia z tytułu DPDP w wybranych państwach członkowskich UE oraz jego relacja do PKB na koniec 2023 i 2024 r.



Uwagi: wartość zadłużenia z tytułu DPDP w Polsce i jego relację do PKB obliczono na podstawie danych KDPW i GUS oraz przeliczono według średniego kursu EUR/PLN na koniec grudnia 2023 r. (4,3480) i na koniec grudnia 2024 r. (4,2730). Wartości dla pozostałych państw członkowskich UE bazują na danych EBC i Eurostat (zgodnie z którymi wartość zadłużenia z tytułu DPDP w Polsce w 2023 i 2024 r. wyniosłaby, odpowiednio, 29,6 mld euro i 28,4 mld euro). Znacząca rozbieżność wartości zadłużenia dla Polski w stosunku do wartości prezentowanych na wykresie wynika przede wszystkim z uwzględnienia w danych EBC zadłużenia o wartości 13,2 mld euro z tytułu gwarantowanych przez Skarb Państwa emisji obligacji PFR, który zgodnie z klasyfikacją ESA 2010 jest zaliczany do pomocniczych instytucji finansowych. Wartości za 2023 r. różnią się od danych zamieszczonych w poprzedniej edycji niniejszego opracowania ze względu na korekty danych publikowanych przez EBC, Eurostat i GUS.

Źródło: opracowano na podstawie danych EBC, Eurostat, GUS i KDPW.

W 2024 r. relatywnie duży popyt na DPDP pozwalał emitentom obniżać oferowane marże, a także skłaniał ich do przedterminowych wykupów obligacji w celu refinansowania się na korzystniejszych warunkach. W analizowanym okresie zysk netto krajowych przedsiębiorstw

obniżył się jednak o ponad 20% w stosunku do poprzedniego roku i wyniósł 223,5 mld zł, przy nakładach inwestycyjnych na poziomie 235,4 mld zł³⁰⁷.

Średnia wartość wyemitowanej serii DPDP w 2024 r. była o niecałe 27% wyższa niż rok wcześniej i wyniosła 76 mln zł (mediana wartości serii obligacji ukształtowała się na poziomie 21 mln zł – wzrost o prawie 19%). W analizowanym okresie 26 spółek wyemitowało 32 serie DPDP nominowane w euro, o równowartości łącznie około 1,9 mld zł. Uplasowano również pojedynczą serię obligacji nominowanych we frankach szwajcarskich. Średni pierwotny termin zapadalności DPDP wprowadzonych na rynek w 2024 r. wynosił ponad 4,5 roku. Najdłuższy pierwotny termin zapadalności obligacji wyemitowanych w analizowanym okresie to 24 lata.

Struktura rynku

Większość krajowych przedsiębiorstw nie była zainteresowana pozyskiwaniem finansowania z rynku kapitałowego. Emisje obligacji przeprowadzały zazwyczaj duże przedsiębiorstwa, dysponujące odpowiednimi zasobami i doświadczeniem na rynku kapitałowym, których akcje często były już wcześniej notowane na rynku zorganizowanym. Wśród tych podmiotów przeważały spółki z zaledwie kilku branż: spółki finansowe (przede wszystkim leasingowe i windykacyjne), deweloperzy i koncerny energetyczne. Spółki leasingowe zazwyczaj emitowały obligacje na okres do trzech lat, z kolei aktywne na tym rynku spółki komunalne emitowały papiery o podobnej charakterystyce do obligacji komunalnych. Stanowiło to dla tych spółek alternatywę dla kredytu, emisje były dzielone na wiele serii o niewielkich wartościach oraz często nabywane na rynku pierwotnym przez banki pełniące funkcje agentów.

W efekcie krajowy rynek obligacji przedsiębiorstw charakteryzował się ograniczoną dywersyfikacją branżową emitentów oraz dużą segmentacją. Na koniec 2024 r. wartość obligacji wyemitowanych przez spółki finansowe wyniosła prawie 20 mld zł (ponad 25% rynku). Na nieco niższym poziomie ukształtowały się DPDP przedsiębiorstw z sektora energetycznego, wydobywczego oraz paliwowego – 17 mld zł. Obligacje wyemitowane przez spółki deweloperskie odpowiadały za niecałe 15% wartości tego rynku, natomiast przez spółki komunalne, podobnie jak przez spółki z branży telekomunikacyjnej, za około 10%.

Na koniec 2024 r. prawie 1,1 tys. serii obligacji przedsiębiorstw o wartości 59,1 mld zł (tj. niecałe 7,0 mld zł więcej niż rok wcześniej) było zdematerializowanych w KDPW. Stanowiło to w ujęciu wartościowym ponad 80% rynku tych papierów dłużnych. Od 2019 r. odsetek ten systematycznie rósł ze względu na obowiązek rejestrowania w KDPW wszystkich nowych emisji obligacji. Poza KDPW były zarejestrowane DPDP o wartości 13,3 mld zł, wśród których dominowały duże emisje sprzed 2019 r., przeprowadzone przez koncerny energetyczne i wydobywcze (o wartości 5,0 mld zł), oraz dzielone na wiele serii emisje spółek komunalnych (o wartości niecałych 3,3 mld zł). Emitenci tych papierów dłużnych nie byli z reguły zainteresowani rejestrowaniem tych

³⁰⁷ Raport *Wyniki finansowe przedsiębiorstw w 2024 r.* dostępny na stronie <https://stat.gov.pl/>.

instrumentów w centralnym depozycie z uwagi na ich nierynkowy charakter i związane z taką rejestracją koszty.

Zdecydowana większość obligacji przedsiębiorstw była nominowana w złotych. Na koniec 2024 r. zadłużenie z tytułu nominowanych w euro DPDP wyemitowanych przez 73 spółki stanowiło równowartość około 4,9 mld zł. Równowartość nielicznych serii obligacji nominowanych w dolarach amerykańskich wyniosła niespełna 250 mln zł. W innych walutach wyemitowano pojedyncze serie obligacji przedsiębiorstw. Z dostępnych danych wynika, że ponad 90% (pod względem wartości) obligacji przedsiębiorstw zdeponowanych w KDPW stanowiły papiery o zmiennym kuponie odsetkowym, przede wszystkim bazującym na wskaźnikach WIBOR 6M albo WIBOR 3M. Na koniec 2024 r. wartość zarejestrowanych w KDPW obligacji o stałym oprocentowaniu wyniosła 5,0 mld zł (8,5% wszystkich DPDP zdematerializowanych w centralnym depozycie).

Z danych KDPW wynika również, że w przypadku DPDP wyemitowanych w 2024 r. o wartości 12,3 mld zł (tj. ponad połowa nowych emisji w ujęciu wartościowym) ustanowiono zabezpieczenie. Wartość zabezpieczonych obligacji przedsiębiorstw zarejestrowanych w KDPW na koniec 2024 r. wyniosła około 24,6 mld zł, co stanowiło ponad 40% wartości DPDP zdematerializowanych w centralnym depozycie. Z fragmentarycznych danych o pozostałych DPDP można wnioskować, że zdecydowanie rzadziej były na nich ustanawiane zabezpieczenia. Tylko niewielka grupa przedsiębiorstw była zainteresowana uzyskaniem ratingu dla emitowanych obligacji. Decydowały się na to zazwyczaj duże podmioty, pozyskujące środki w ramach emisji obligacji o znacznej wartości, wprowadzanych na rynek zorganizowany.

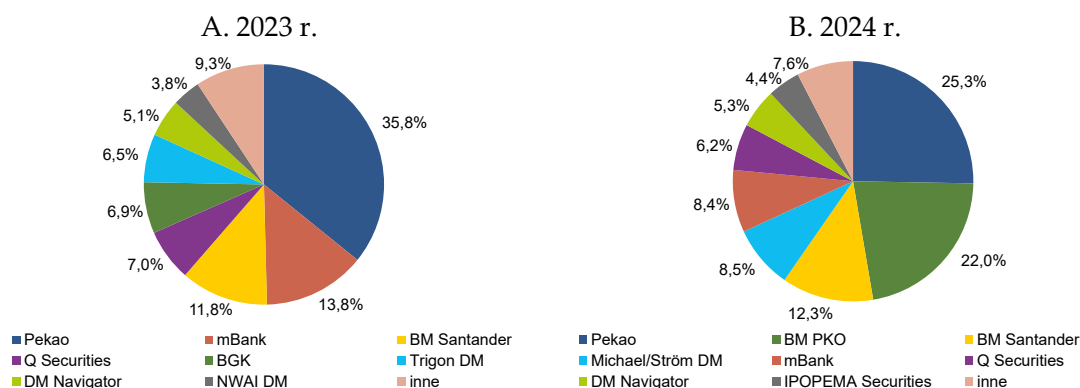
Przedsiębiorstwa częściej niż w poprzednich latach plasowały obligacje na rynku pierwotnym na podstawie prospektów. W 2024 r. 13 emitentów, głównie deweloperzy oraz podmioty z branży usług finansowych, przeprowadziło 33 publiczne oferty obligacji na podstawie zatwierdzonych przez KNF prospektów emisyjnych. Łączna wartość tych ofert wyniosła 1,6 mld zł (wobec 1,2 mld zł w 2023 r.). Spośród nich 29 emisji obligacji nominowanych było w złotych, a pozostałe cztery w euro. W przypadku obligacji nominowanych w walucie krajowej oprocentowanie 16 emisji bazowało na wskaźniku WIBOR 3M, a pozostałych 13 emisji na WIBOR 6M; marża wynosiła od 2,7% do 6,0%³⁰⁸.

Funkcję agenta emisji obligacji pełniły głównie banki o ugruntowanej pozycji w segmencie bankowości korporacyjnej oraz niektóre domy maklerskie (wykres 5.2.21). Do podpisania umowy na wykonywanie funkcji agenta emisji z firmą inwestycyjną albo bankiem są zobowiązani emitenci obligacji, którzy nie zamierzają ubiegać się o ich dopuszczenie do obrotu na rynku

³⁰⁸ Raport *Rynek ofert publicznych akcji oraz rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce w 2024 roku* dostępny na stronie <https://www.knf.gov.pl/>.

zorganizowanym. Jeżeli emitent zamierza wprowadzić wspomniane instrumenty finansowe do obrotu na rynku regulowanym lub w ASO, to pośrednictwo agenta emisji jest opcjonalne.

Wykres 5.2.21. Agenci emisji obligacji przedsiębiorstw w 2023 i 2024 r.



Uwaga: dane na wykresie obejmują emisje krótko- i długoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw za wyjątkiem emisji przeprowadzanych w grupach bankowych.

Źródło: KDPW.

Rynek wtórny i inwestorzy

Na koniec 2024 r. większość DPDP (o wartości około 44 mld zł) znajdowała się w obrocie poza rynkiem zorganizowanym. Obrót obligacjami na rynku OTC organizowały zazwyczaj banki i domy maklerskie zajmujące się obsługą emisji. W przypadku obligacji, które były zdematerializowane w banku pełniącym funkcję depozytariusza, grono potencjalnych uczestników rynku wtórnego było najczęściej ograniczone do klientów tego banku, co przekładało się na znikomą płynność rynku wtórnego takich papierów dłużnych. Z danych KDPW wynika, że wśród obligacji zarejestrowanych w KDPW przedmiotem obrotu na większą skalę były jedynie nieliczne serie obligacji wyemitowane co do zasady przez duże, rozpoznawalne spółki.

Wartość nominalna obligacji przedsiębiorstw notowanych na platformie Catalyst na koniec 2024 r. wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem do 28,5 mld zł³⁰⁹, w tym 22,5 mld zł stanowiły papiery dłużne przedsiębiorstw niefinansowych (tabela 5.2.14). Na rynkach funkcjonujących w ramach tej platformy były notowane obligacje 71 emitentów, wśród których liczną grupę stanowiły spółki deweloperskie oraz finansowe. Plasowano przede wszystkim duże emisje: dziesięciu emitentów wprowadziło do obiegu na Catalyst obligacje o wartości co najmniej 1 mld zł, a ich łączna wartość wyniosła 17,8 mld zł. W 2024 r. na rynkach organizowanych przez GPW

³⁰⁹ Na platformie Catalyst w segmencie obligacji korporacyjnych oprócz papierów emitowanych przez banki krajowe o wartości 24,5 mld zł były również notowane obligacje dużego zakładu ubezpieczeń o wartości 2,3 mld zł.

zadebiutowało dziesięciu emitentów³¹⁰, z których dziewięciu uplasowało swoje papiery dłużne na rynku ASO, a tylko jeden podmiot na rynku regulowanym. Wspomniani emitenci wprowadzili do obrotu zorganizowanego obligacje o łącznej wartości, odpowiednio, 192,9 mln zł i 70,0 mln zł.

Tabela 5.2.14. Obligacje przedsiębiorstw na platformie Catalyst w latach 2023–2024

Rynek		Wartość notowanych obligacji (mln zł) na koniec roku		Liczba emitentów na koniec roku		Wartość obrotów pakietowych i sesyjnych (mln zł)	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024
ASO	Tylko BondSpot	0,0	0,0	0	0	0,2	-
	Tylko GPW	17,7	21,9	57	67	1 203	786
	Równoległe Bondspot i GPW	5,8	3,2	5	3	-	200
Rynek regulowany	Tylko BondSpot	0,0	0,0	0	0	-	-
	Tylko GPW	2,5	3,4	13	12	388	577
	Równoległe Bondspot i GPW	0,0	0,0	0	0	-	-

Źródło: opracowano na podstawie danych Catalyst.

Płynność zorganizowanego rynku wtórnego DPDP była znikoma. Średnia dzienna wartość transakcji tymi instrumentami na platformie Catalyst w 2024 r. nie zmieniła się istotnie w stosunku do poprzedniego roku i wyniosła 6,2 mln zł. Transakcje zawierano wyłącznie w segmentach detalicznych organizowanych przez GPW. Około połowy obrotów na tej platformie stanowiły transakcje 25 seriami obligacji. W przypadku 45 serii obligacji (spośród 320 notowanych w 2024 r. na platformie Catalyst) nie odnotowano żadnych obrotów. Transakcje zawierane na tym rynku były rozliczane przez KDPW_CCP, a ich rozrachunek odbywał się w KDPW. Wszystkie zapadające w 2024 r. serie obligacji przedsiębiorstw notowanych na platformie Catalyst zostały wykupione w terminie.

Z dostępnych danych wynika, że najważniejszą grupą inwestorów na rynku DPDP były fundusze inwestycyjne. Na koniec 2024 r. miały one około 36% tych papierów dłużnych, natomiast banki – niecałe 33%. Ponad 11% krajowych obligacji przedsiębiorstw posiadały fundusze emerytalne. Udziały podmiotów zagranicznych i przedsiębiorstw w tej strukturze zmniejszyły się i na koniec 2024 r. wyniosły, odpowiednio, 6% i prawie 7%. Z kolei DPDP zarejestrowane w KDPW – jak wynika z danych SHS – były nabywane przede wszystkim przez fundusze inwestycyjne, które na koniec 2024 r. miały prawie 31% tych papierów dłużnych. W portfelach banków znajdowało się ponad 23% takich instrumentów, a w posiadaniu inwestorów indywidualnych oraz nierezidentów – po około 12%.

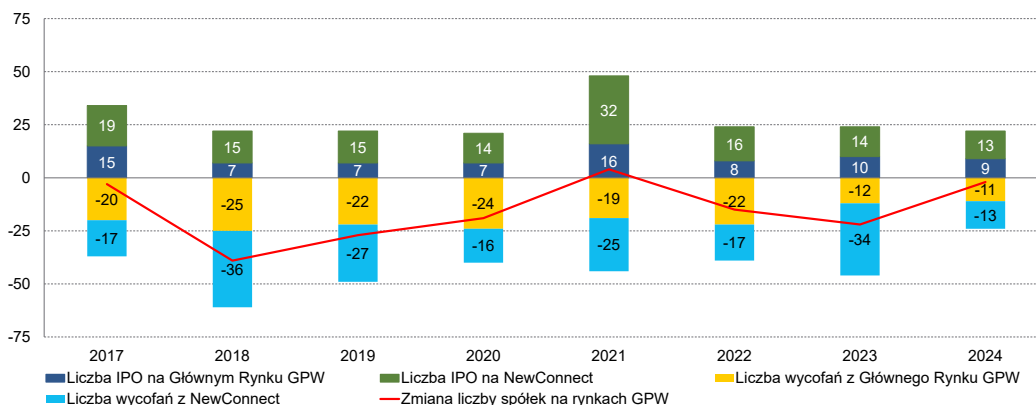
³¹⁰ Od lipca 2021 r. debiutujące na platformie Catalyst serie obligacji korporacyjnych mogą być notowane tylko na rynkach prowadzonych przez GPW (rynku regulowanym i ASO). Nowe rozwiązanie ma docelowo doprowadzić do uproszczenia struktury platformy Catalyst.

5.2.3. Rynek instrumentów udziałowych

Rynek instrumentów udziałowych w Polsce obejmuje: akcje, prawa do akcji (PDA)³¹¹, prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne, tytuły uczestnictwa funduszy ETF oraz instrumenty ETC (*Exchange Traded Commodities*)³¹². W 2024 r. instrumenty te były przedmiotem obrotu na rynkach prowadzonych przez GPW: Głównym Rynku (rynek regulowany organizowany w podziale na dwa segmenty: podstawowy i równoległy), NewConnect (ASO) i GlobalConnect (ASO). Obroty instrumentami udziałowymi na tych rynkach nadal były skoncentrowane na rynku regulowanym, na którym pod względem wartości zawarto 99,5% transakcji.

Łączna kapitalizacja obu rynków akcji organizowanych przez GPW³¹³ na koniec 2024 r. wyniosła 1 501,6 mld zł i była większa o 3,3% w porównaniu z końcem 2023 r. Relacja kapitalizacji spółek krajowych do PKB spadła na koniec analizowanego okresu do 20,4% (z 22,7% w poprzednim roku). Spadła liczba spółek notowanych na Głównym Rynku GPW oraz NewConnect (wykres 5.2.22). Na obu rynkach debiutowały akcje 22 spółek, dwóch mniej niż rok wcześniej. Tendencje obserwowane w ostatnich latach wskazują, że znaczenie giełdy papierów wartościowych w krajowym systemie finansowym, w tym jako źródła finansowania polskich przedsiębiorstw, pozostawało niewielkie.

Wykres 5.2.22. Zmiana liczby spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i NewConnect w latach 2017–2024



Uwaga: liczba IPO na Głównym Rynku GPW oraz liczba wycofań z NewConnect na wykresie uwzględniają spółki, które przeszły z NewConnect na Główny Rynek GPW.

Źródło: GPW.

³¹¹ W dalszej części rozdziału statystyki dotyczące rynku akcji obejmują również PDA.

³¹² Instrumenty ETC wykazują wiele podobieństw względem funduszy ETF, tj. m.in. naśladowanie stopy zwrotu z określonego rynku, mechanizm codziennej kreacji i umarzania instrumentów oraz możliwość obrotu nimi na giełdzie. Przyjmują one konstrukcję prawną instrumentów dłużnych, a ich celem jest podążanie za ruchami cen wybranego surowca lub indeksu surowcowego.

³¹³ Łączne analizy rynków akcji prowadzonych przez GPW nie uwzględniają rynku GlobalConnect ze względu na bardzo niską wartość obrotów na tym ASO oraz notowanie na nim wyłącznie zagranicznych spółek, dla których GPW nie jest główną giełdą.

W krajach o rozwiniętych systemach finansowych rynek regulowany oraz ASO są najczęściej organizowane przez ten sam podmiot i łącznie uwzględniane w statystykach giełd, w ramach których funkcjonują. Z tego względu przedstawione porównania GPW z giełdami w innych krajach uwzględniają łącznie Główny Rynek GPW i NewConnect. Pod względem kapitalizacji oraz wartości transakcji GPW zalicza się do średnich giełd w UE. Wycena rynkowa spółek notowanych na GPW oraz wartość obrotów ich akcjami były kilkadziesiąt razy mniejsze w porównaniu z największymi giełdami europejskimi (Euronext, LSE), ale jednocześnie były one większe niż na niektórych innych rynkach Europy Środkowo-Wschodniej (tabela 5.2.15).

Cechą charakterystyczną rynków organizowanych przez GPW jest utrzymywanie w obrocie papierów wartościowych relatywnie dużej liczby podmiotów o niewielkiej kapitalizacji. Według danych World Federation of Exchanges (WFE) średnia wartość spółki krajowej w 2024 r. na GPW spadła do 263,5 mln USD (z 281,5 mln USD rok wcześniej) i wciąż była ponad ośmiokrotnie mniejsza niż średnia kapitalizacja spółki notowanej na pozostałych giełdach w UE (2 230,8 mln USD)³¹⁴. W 2024 r. na większości giełd europejskich odnotowano spadek kapitalizacji spółek krajowych.

Na koniec 2024 r. wartość akcji spółek krajowych pozostających w wolnym obrocie (*free float*) stanowiła ponad połowę kapitalizacji na Głównym Rynku GPW oraz jedną piątą kapitalizacji na rynku NewConnect, tj. nadal znacznie mniej niż na innych giełdach europejskich. Duża część tych instrumentów znajdowała się bowiem w posiadaniu podmiotów o długim horyzoncie inwestycyjnym (np. Skarbu Państwa, inwestorów strategicznych, funduszy emerytalnych). Ponadto obrót akcjami niewielkich podmiotów był często istotnie mniejszy niż instrumentami udziałowymi dużych spółek, co wynikało m.in. z niewspółmiernie wysokich kosztów analizy finansowej oraz ograniczeń inwestycyjnych natury prawnej (np. maksymalnego udziału w kapitale zakładowym spółki), obowiązujących niektórych inwestorów instytucjonalnych.

Tabela 5.2.15. Główne wskaźniki wybranych giełd europejskich w latach 2021–2024

Giełda ¹	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
	Kapitalizacja spółek krajowych (mld USD)				Liczba notowanych spółek ²			
Athens Stock Exchange	59,2	59,0	81,3	83,2	160	159	158	150
BME Spanish Exchanges	775,6	665,5	769,6	754,0	2 585	1 498	801	302
Budapest Stock Exchange	31,6	23,9	38,9	41,5	50	63	67	69
Deutsche Boerse	2 503,0	1 889,7	2 178,1	2 044,2	493	481	433	477
Euronext Group	7 333,7	6 064,5	6 889,0	5 836,1	1 995	1 966	1 924	1 848
GPW	172,7	130,6	193,2	178,5	810	794	772	770
NASDAQ Nordic and Baltics	2 557,4	1 856,7	2 119,6	1 791,8	1 236	1 251	1 221	1 178
Vienna Stock Exchange	162,9	123,1	138,6	120,8	873	864	855	872
<i>LSE Group</i> ³	3 799,5	3 096,0	3 053,2	3 093,4	1 988	1 954	1 517	1 127
<i>SIX Swiss Exchange</i>	2 327,7	1 830,5	2 044,7	1 971,4	232	259	222	215

³¹⁴ Podana wartość dotyczy rynków z UE ujętych w tabeli 5.2.15 z pominięciem GPW.

	Średnia dzienna wartość transakcji (mln USD)				Wskaźnik obrotu akcjami spółek krajowych (%) ⁴			
Athens Stock Exchange	68,4	77,8	120,9	131,7	27,8	31,6	35,7	37,6
BME Spanish Exchanges	1 563,7	1 413,3	1 264,0	1 132,8	51,4	54,5	40,9	36,6
Budapest Stock Exchange	34,3	37,3	27,5	29,9	27,4	39,4	17,8	17,8
Deutsche Boerse	7 401,5	5 989,5	4 460,8	3 970,9	60,2	67,8	47,3	44,6
Euronext Group	10 825,8	11 243,0	11 102,5	8 922,8	37,7	47,1	36,8	38,5
GPW	314,0	262,5	281,4	326,8	39,6	44,4	33,0	41,1
NASDAQ Nordic and Baltics	4 339,9	3 609,2	2 988,4	2 588,9	41,2	47,4	34,4	35,3
Vienna Stock Exchange	163,5	151,1	118,1	121,0	21,6	30,4	19,4	25,0
<i>LSE Group</i> ³	7 287,0	7 835,4	6 757,5	7 074,2	43,3	56,2	36,2	36,4
<i>SIX Swiss Exchange</i>	3 659,9	3 426,2	3 083,1	2 886,6	36,7	47,3	37,6	36,5

¹ Rynki spoza UE oznaczono kursywą.

² Zgodnie z informacją podaną przez WFE liczba notowanych spółek obejmuje spółki krajowe i zagraniczne z wyłączeniem funduszy inwestycyjnych.

³ Wartości wskaźników w 2024 r. dla LSE Group zostały obliczone na podstawie danych dostępnych na stronie tej giełdy. Ze względu na brak dostatecznie szczegółowych danych prezentowane wartości tych wskaźników mają charakter przybliżony. Wskaźniki kapitalizacji spółek krajowych, liczby notowanych spółek i obrotu akcjami spółek krajowych bazują na danych jednostkowych dla LSE i nie uwzględniają funduszy inwestycyjnych notowanych na tej giełdzie.

⁴ Wskaźnik obrotu akcjami spółek krajowych jest liczony jako suma relacji rocznych obrotów akcjami spółek krajowych do kapitalizacji tych spółek na koniec roku.

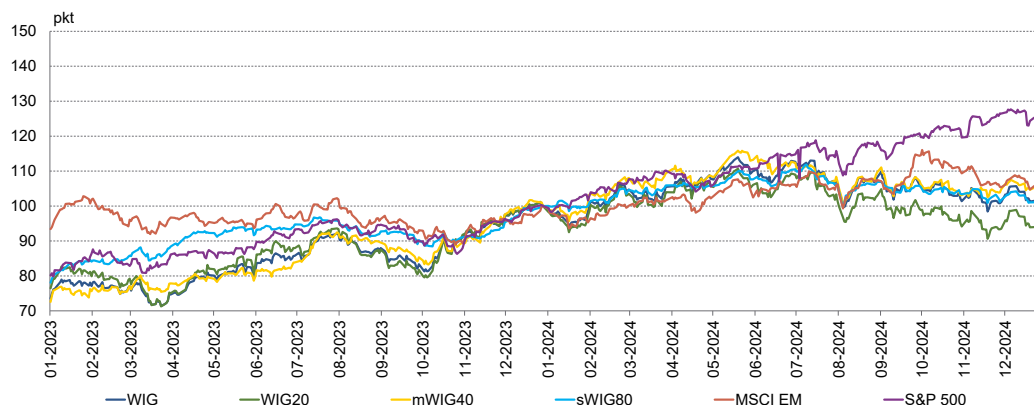
Uwaga: dane mogą się różnić od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania ze względu na dokonane korekty.

Źródło: WFE, LSE, GPW.

Wielkość Głównego Rynku GPW

Stopy zwrotu dla kluczowych indeksów na najważniejszych rynkach akcji były w analizowanym okresie mocno zróżnicowane: indeks S&P500 w 2024 r. wzrósł o 23,3%, DAX o 18,9%, FTSE 100 o 5,7%, WIG o 1,4%, z kolei CAC40 spadł o 2,2%. W I połowie 2024 r. ceny akcji na Głównym Rynku GPW wyraźnie rosły, m.in. pod wpływem podobnych tendencji obserwowanych na światowych rynkach akcji (wykres 5.2.23). W II połowie roku na nastroje inwestorów, a tym samym zachowanie się indeksów krajowego rynku akcji, mocniej oddziaływały czynniki regionalne i lokalne, związane przede wszystkim z nasileniem się napięć o charakterze geopolitycznym i możliwym zaostrzeniem działań wojennych w Ukrainie. W II połowie roku obserwowano odpływ kapitału zagranicznego, czemu towarzyszyły silne spadki indeksów na GPW.

Wartość rynkowa spółek krajowych i zagranicznych, których akcje znajdowały się w obrocie na Głównym Rynku GPW, w tym na zasadzie *dual listing*, wzrosła w analizowanym okresie o 3,6% w porównaniu z poprzednim rokiem i na koniec 2024 r. wyniosła rekordowe 1 491,7 mld zł (tabela 5.2.16). Wzrost kapitalizacji wynikał przede wszystkim ze wzrostu cen akcji notowanych podmiotów oraz wprowadzenia do obrotu na tym rynku akcji nowych spółek (wykres 5.2.24).

Wykres 5.2.23. Wybrane indeksy giełdowe w latach 2023–2024

Uwaga: szeregi zostały znormalizowane do 100 pkt na 31 grudnia 2023 r.

Źródło: Bloomberg.

Tabela 5.2.16. Podstawowe wskaźniki Głównego Rynku GPW w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Kapitalizacja na koniec roku (w mld zł)	1 312,7	1 114,2	1 440,3	1 491,7
- w tym spółek krajowych	701,2	574,7	760,2	731,9
Relacja kapitalizacji spółek krajowych na koniec roku do PKB (%)	26,7	18,7	22,3	20,1
Liczba spółek na koniec roku	430	415	413	411
- w tym liczba spółek zagranicznych	47	44	42	43
Liczba IPO	16	8	10	9
Wartość IPO (w mld zł)	9,2	0,0	0,4	7,4
Liczba spółek wycofanych z obrotu	19	22	12	11
Wskaźnik <i>free float</i> na koniec roku (%)	48,5	48,9	49,8	51,5
Stopa zwrotu z indeksu WIG (%)	21,5	-17,1	36,5	1,4
Liczba rachunków maklerskich na koniec roku (w tys.)	1 374,4	1 604,7	1 728,2	1 969,7

Uwaga: uwzględniono wartość akcji zaoferowanych przy IPO spółki z sektora handlu detalicznego w ramach opcji dodatkowego przydziału, mimo że opcja ta nie została zrealizowana.

Źródło: GPW, GUS.

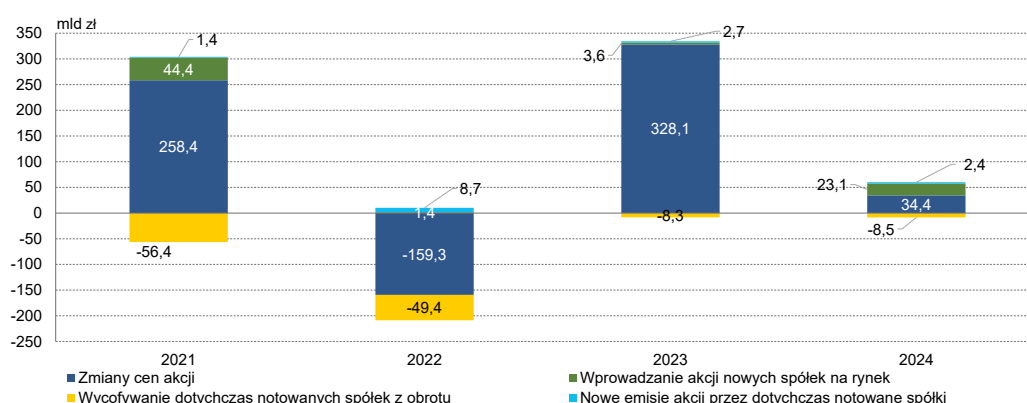
Tendencje cenowe w przypadku akcji największych spółek wyraźnie odbiegały w analizowanym okresie od zachowania się cen instrumentów udziałowych mniejszych podmiotów. Indeks WIG20 w 2024 r. spadł o 6,4% w porównaniu z poprzednim rokiem i tym samym był jednym z najsłabszych indeksów tego typu na europejskich rynkach akcji³¹⁵. Z kolei zarówno indeks spółek średnich (mWIG40), jak i małych (sWIG80) w 2024 r. wzrosły w stosunku do 2023 r., odpowiednio, o 5,8% i 3,0%. Indeks WIGdiv, obejmujący spółki regularnie wypłacające dywidendę, w analizowanym okresie wzrósł o 10,8%.

W ujęciu sektorowym w analizowanym okresie najsilniej w porównaniu z 2023 r. wzrosły indeksy WIG-gry (28,7%), WIG-odzież (23,4%) oraz WIG-informatyka (22,9%). Najsilniejsze spadki

³¹⁵ Potwierdza to również silny wzrost indeksu WIG20short, który w 2024 r. zwiększył się o 15,4%. Indeks ten podąża w przeciwnym kierunku niż WIG20, tj. rośnie w sytuacji spadku WIG20.

zaobserwowano w przypadku indeksów WIG-chemia oraz WIG-paliwa (odpowiednio, o 26,8% i 22,0%). Na niższych poziomach niż rok wcześniej zakończyły 2024 r. również indeksy WIG-górnictwo (spadek o 11,4%) oraz WIG-energia (spadek o 11,2%), co było związane przede wszystkim ze słabszymi wynikami spółek surowcowych. Wysoką stopę zwrotu zanotowano w odniesieniu do indeksu WIG-Ukraine, który w 2024 r. wzrósł o 55,6% w porównaniu z rokiem poprzednim.

Wykres 5.2.24. Dekompozycja zmian kapitalizacji Głównego Rynku GPW w latach 2021–2024



Uwaga: z powodu braku danych nie wyodrębniono akcji skupionych w celu umorzenia – potencjalny efekt takich operacji uwzględniony został w kategorii „zmiany cen akcji”.

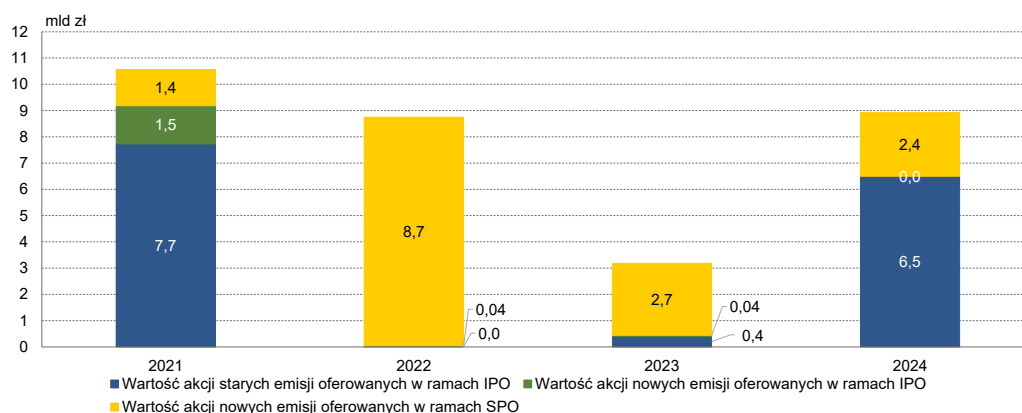
Źródło: opracowano na podstawie danych GPW.

Z obrotu na Głównym Rynku GPW wycofano akcje 11 spółek. W ośmiu przypadkach bezpośrednio wynikało to z decyzji głównych akcjonariuszy. Koszty utrzymywania instrumentów udziałowych w obrocie na rynku regulowanym oraz wypełniania związanych z tym obowiązków informacyjnych skłaniały bowiem inwestorów większościowych do ogłoszenia wezwania na wykup pozostałych akcji i wycofania ich z obrotu. W przypadku trzech pozostałych spółek zaprzestanie obrotu akcjami miało związek z: fuzją, upadłością likwidacyjną oraz wykluczeniem przez KNF.

W analizowanym okresie do obrotu na Głównym Rynku GPW wprowadzono akcje 9 spółek (8 z nich było notowanych wcześniej na rynku NewConnect), których kapitalizacja na koniec 2024 r. wyniosła 23,1 mld zł (wykres 5.2.25). Pod względem wielkości IPO w analizowanym okresie miał miejsce jeden z największych debiutów na GPW w ostatnich latach – emisję akcji o wartości prawie 6,5 mld zł przeprowadziła spółka z sektora handlu detalicznego. Zgodnie z danymi PwC³¹⁶ wartość IPO przeprowadzonych w 2024 r. w Europie wyniosła 14,6 mld euro i była ponad dwukrotnie wyższa niż rok wcześniej. W analizowanym okresie największe IPO, stanowiące 17,9% łącznej wartości wszystkich europejskich debiutów giełdowych w tym roku, miało miejsce na hiszpańskiej giełdzie BME (2,6 mld euro).

³¹⁶ IPO Watch EMEA 2024, PwC, 2024; opracowanie dostępne na stronie <https://www.pwc.co.uk>.

Wykres 5.2.25. Wartość akcji wprowadzonych do obrotu na Głównym Rynku GPW w latach 2021–2024



Uwaga: na wykresie nie uwzględniono akcji oferowanych przy IPO spółki z sektora handlu detalicznego w ramach opcji dodatkowego przydziału, ponieważ opcja ta nie została zrealizowana.

Źródło: GPW.

W 2024 r. wartość akcji wyemitowanych przez podmioty już obecne na głównym rynku giełdy (*second public offering* – SPO) była nieznacznie mniejsza niż rok wcześniej i wyniosła 2,4 mld zł. Na przeprowadzenie wtórnej emisji zdecydowało się 85 spółek, a największe SPO (przeprowadzone przez podmiot z rynku deweloperskiego) stanowiło 34,3% łącznej wartości wszystkich tych ofert. W analizowanym okresie przeprowadzono na Głównym Rynku GPW jedną emisję PDA.

Umiarkowany wzrost cen instrumentów udziałowych na Głównym Rynku GPW sprzyjał obserwowanemu wzrostowi średniej dziennej wartości obrotów netto akcjami, która w 2024 r. wyniosła 1 384,6 mln zł, czyli o 22,7% więcej niż rok wcześniej (tabela 5.2.17). Jednocześnie średnia liczba transakcji na sesję wzrosła o 13,0%, do 155,1 tys., czyli do najwyższego poziomu w historii funkcjonowania giełdy. W efekcie średnia wartość pojedynczej transakcji (z uwzględnieniem transakcji pakietowych) w analizowanym okresie wzrosła do 8,9 tys. zł. Utrzymujący się od 2020 r. wzrost liczby transakcji mógł wynikać z rosnącego zainteresowania wykorzystywaniem transakcji algorytmicznych. Technika *high-frequency trading* (HFT) umożliwia bowiem składanie bardzo dużej liczby zleceń i zawieranie wielu transakcji w krótkim czasie, co m.in. ułatwia konwersję zleceń o dużej wartości na wiele mniejszych, a w rezultacie może ograniczać ich wpływ na ceny akcji. Na atrakcyjność handlu algorytmicznego na warszawskiej giełdzie mogły wpływać także oferowana przez GPW usługa kolokacji³¹⁷ oraz organizowane programy wspierania płynności: High Volume Provider (HVP) i High Volume Funds (HVF). Obydwa programy przewidują niższe opłaty dla podmiotów, które zawierają transakcje o odpowiednio dużej wartości. W 2024 r. prowadzono działania mające na celu pozyskanie nowych uczestników programów, co przyczyniłoby się do zwiększenia płynności na GPW. Wskaźnik płynności rynku (relacja rocznych

³¹⁷ Usługa kolokacji umożliwia klientom giełdy instalację własnego sprzętu i oprogramowania transakcyjnego w bezpośrednim sąsiedztwie systemu transakcyjnego GPW. Skraca to czas przesłania zlecenia giełdowego do systemu transakcyjnego GPW, co może być istotne w przypadku niektórych technik handlu algorytmicznego.

obrotów netto akcjami do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku) wyniósł 46,2%, wobec 42,3% rok wcześniej, co sugeruje większe niż w poprzednim roku zainteresowanie obrotem akcjami wśród inwestorów.

Tabela 5.2.17. Obroty akcjami na Głównym Rynku GPW w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Roczne obroty netto akcjami (w mld zł)	331,0	293,1	282,1	344,8
- w tym obroty sesyjne (w mld zł)	313,5	285,6	274,5	331,4
- średnio na sesję (w mln zł)	1 318,7	1 167,8	1 128,2	1 384,6
Średnia liczba transakcji na sesję (w tys.)	135,9	131,4	137,3	155,1
Relacja wartości obrotów netto akcjami do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca roku (%) ¹	53,4	45,9	42,3	46,2

¹ Obroty netto akcjami uwzględniają transakcje tymi instrumentami wyemitowanymi zarówno przez spółki krajowe, jak i zagraniczne. Ze względu na relatywnie niewielkie obroty akcjami spółek zagranicznych można przyjąć, że w przypadku spółek krajowych notowanych na Głównym Rynku GPW przedstawiona relacja dobrze obrazuje płynność obrotu tymi instrumentami.

Uwaga: dane mogą różnić się od zaprezentowanych w poprzednich edycjach opracowania ze względu na dokonane korekty.

Źródło: GPW.

W celu zwiększenia zainteresowania obrotem akcjami małych i średnich spółek GPW kontynuowała Program Wsparcia Pokrycia Analitycznego. W ramach tego programu członkowie giełdy, którzy zdecydowali się na przygotowywanie raportów analitycznych dotyczących uczestniczących w nim spółek (podmiotów spoza indeksu WIG20, które w ciągu poprzedniego roku nie były analizowane), otrzymali dofinansowanie z GPW. Zwiększenie liczby publicznie dostępnych analiz dotyczących małych i średnich spółek miało na celu ułatwienie podejmowania decyzji inwestycyjnych, zwłaszcza inwestorom indywidualnym. W analizowanym okresie opracowano 852 raporty analityczne dotyczące 59 podmiotów biorących udział w programie. Nadal funkcjonował program SuperAnimator, który przewiduje niższe opłaty giełdowe dla członków giełdy wspierających w określonym stopniu płynność obrotu akcjami spółek wchodzących w skład indeksu WIG20. Na 2025 r. zaplanowano rozszerzenie programu na spółki z mWIG40.

W analizowanym okresie GPW kontynuowała prace nad wdrożeniem autorskiego systemu transakcyjnego WATS, który ma docelowo zastąpić dotychczas stosowany system UTP i umożliwić obrót wszystkimi klasami aktywów. Uruchomiona została testowa wersja systemu. Wdrożenie GPW WATS zaplanowano na 10 listopada 2025 r.

W 2024 r. na Głównym Rynku GPW notowano tytuły uczestnictwa 13 funduszy ETF, jedenastu zarządzanych przez podmiot krajowy i dwóch zarządzanych przez podmiot zagraniczny. Podmiot krajowy zarządzał funduszami ETF na indeksy giełdowe S&P 500 NTR, Nasdaq-100 NTR, Nasdaq-100 2xShort, Nasdaq-100 3x Lev, WIG20TR, mWIG40TR, sWIG80TR, WIG20short, WIG20lev oraz na indeksy obligacji skarbowych GPWB-BWZ i TBSP.Index. Celem funduszy ETF oferowanych przez jeden z podmiotów zagranicznych było odwzorowywanie indeksów

S&P500NTR oraz DAX. W analizowanym okresie na Głównym Rynku GPW dostępny był jeden instrument typu ETC który bazował na cenie złota i był notowany w złotych. Rozwijanie przez GPW oferty funduszy ETF i instrumentów ETC wynikało ze wzrostu zainteresowania inwestorów indywidualnych inwestowaniem pasywnym, które charakteryzuje się znacznie niższymi kosztami zarządzania i przeciętnie wyższymi stopami zwrotu w długim horyzoncie czasowym niż inwestowanie aktywne. Wartość aktywów netto zgromadzonych w funduszach ETF na koniec analizowanego okresu wyniosła 14,2 mld zł (wobec 11,3 mld zł na koniec 2023 r.), natomiast w instrumenty ETC dopuszczone do obrotu na Głównym Rynku GPW zainwestowano 4,9 mld zł³¹⁸. W 2024 r. średnie dzienne obroty tytułami uczestnictwa ETF oraz instrumentami ETC wyniosły 6,0 mln zł, co w odniesieniu do funduszy ETF oznaczało wzrost o 33,7% w porównaniu z poprzednim rokiem. Według danych GPW w analizowanym okresie zawarto ponad 265 tys. transakcji tymi instrumentami, w tym najwięcej tytułami uczestnictwa funduszu ETF odwzorowującego indeks WIG20lev (ponad 52 tys.).

Na koniec analizowanego okresu na Głównym Rynku GPW było notowanych 27 serii certyfikatów inwestycyjnych, wyemitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte (wobec 28 serii na koniec poprzedniego roku). Wartość obrotów tymi instrumentami w 2024 r. wzrosła do 40,0 mln zł. Aktywność inwestorów na rynku wtórnym certyfikatów inwestycyjnych zależała przede wszystkim od częstotliwości i zmienności ich wyceny oraz od okresowych wykupów tych papierów wartościowych przez dany fundusz.

Wielkość rynków NewConnect i GlobalConnect

W 2024 r. obserwowano dalszy spadek znaczenia rynku NewConnect, po przejściowym wzroście zainteresowania nim w czasie pandemii COVID-19. Ze względu na istotnie niższą płynność i wyższe ryzyko inwestycyjne w porównaniu z Głównym Rynkiem GPW wielu inwestorów (w szczególności instytucjonalnych) nie było zainteresowanych nabywaniem instrumentów notowanych w tym ASO. W efekcie, przy malejących obrotach, indeks NCIndex w 2024 r. spadł o 23,5%.

Kapitalizacja spółek notowanych w tym ASO w 2024 r. zmniejszyła się o 3,0 mld zł, do 9,9 mld zł na koniec roku (tabela 5.2.18). Obroty netto akcjami spadły do 1,7 mld zł. Relacja obrotów do średniej kapitalizacji spółek krajowych z początku i końca 2024 r. zmniejszyła się do 14,8% (z 16,6% rok wcześniej) i była nadal wyraźnie niższa niż na Głównym Rynku GPW. Jedną z przyczyn mniejszej płynności rynku NewConnect była niewielka wartość akcji w wolnym obrocie (wskaźnik *free float* wyniósł 20,9% na koniec analizowanego okresu).

³¹⁸ Wartość zaangażowanego kapitału w instrument ETC uwzględnia inwestycje ze wszystkich rynków, na których dopuszczono ten instrument do obrotu.

Tabela 5.2.18. Podstawowe wskaźniki rynku NewConnect w latach 2021–2024

	2021	2022	2023	2024
Kapitalizacja na koniec roku (w mld zł)	19,2	14,5	12,9	9,9
- w tym spółek krajowych	19,0	14,4	12,7	9,8
Liczba spółek na koniec roku	380	379	359	359
Liczba IPO	32	16	14	13
Liczba spółek wycofanych z obrotu	25	17	34	13
Wskaźnik <i>free float</i> na koniec roku (%)	22,9	25,7	25,0	20,9
Stopa zwrotu z NCIndex (%)	-21,3	-19,6	-4,3	-23,5
Wartość obrotów netto akcjami w roku (w mld zł)	6,3	2,6	2,3	1,7
Średnia wartość obrotów netto akcjami na sesję (w mln zł)	25,1	10,3	9,0	6,7
Średnia liczba transakcji na sesję (w tys.)	12,2	6,7	6,3	5,6
Średnia wartość pojedynczej transakcji (w tys. zł)	2,0	1,5	1,4	1,2

Źródło: GPW.

Na kapitalizację rynku NewConnect w 2024 r., oprócz zmian cen, wpłynęło wprowadzenie do obrotu akcji 13 nowych spółek oraz wycofanie z tego rynku akcji 13 emitentów. Kapitalizacja tych spółek wynosiła, odpowiednio, 0,5 mld zł (na koniec analizowanego okresu) i 1,6 mld zł (w momencie wyjścia z giełdy). Przyczynami wycofywania akcji z obrotu na rynku NewConnect były: przeniesienie notowań na Główny Rynek GPW (8), upadłości likwidacyjne (4) oraz przejęcie (1). Wartość akcji wprowadzonych do obrotu w ramach IPO wyniosła 44,0 mln zł, czyli o 24,2% mniej niż w poprzednim roku. Emitenci, którzy korzystali ze zwolnienia z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego, oferowali akcje na podstawie memorandum informacyjnego lub tzw. dokumentu informacyjnego. Według danych GPW w 2024 r. wartość emisji w ramach SPO wyniosła 410,0 mln zł, tj. zdecydowanie więcej niż rok wcześniej (156,6 mln zł).

W analizowanym okresie na rynek GlobalConnect wprowadzono akcje 15 zagranicznych spółek (głównie amerykańskich). Na koniec roku inwestorzy mogli zatem nabywać na tym rynku akcje 31 podmiotów. W 2024 r. zawarto w tym ASO 4 215 transakcji, których wartość wyniosła 36,3 mln zł. Niewielkie zainteresowanie tym rynkiem mogło wynikać z małej liczby notowanych spółek (w tym braku zagranicznych funduszy ETF), niskiej płynności (na koniec 2024 r. funkcję animatora rynku GlobalConnect pełnił tylko jeden podmiot) oraz konkurencyjnej cenowo usługi inwestowania na zagranicznych rynkach oferowanej przez niektóre podmioty maklerskie.

Uczestnicy rynków instrumentów udziałowych organizowanych przez GPW

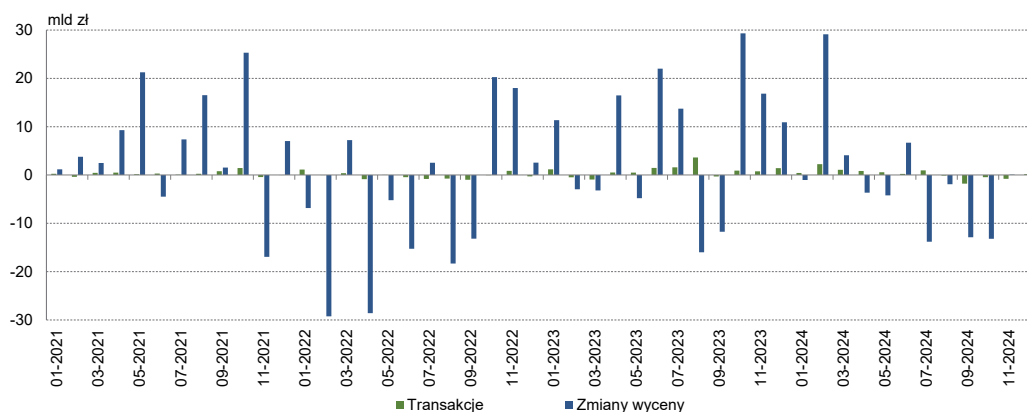
Według danych NBP na koniec 2024 r. udział rezydentów w kapitalizacji spółek krajowych notowanych na rynkach akcji organizowanych przez GPW (Głównym Rynku GPW i NewConnect) wyniósł 58,0%. Wśród tych podmiotów najważniejszą grupę stanowili inwestorzy instytucjonalni, przede wszystkim OFE i fundusze inwestycyjne. Na koniec grudnia OFE utrzymywały w swych portfelach notowane na Głównym Rynku GPW akcje emitentów krajowych o wartości 154,4 mld zł (wobec 159,6 mld zł rok wcześniej). W ciągu roku w ujęciu netto OFE zbyły wspomniane instrumenty na kwotę 3,2 mld zł. Wartość instrumentów udziałowych spółek krajowych

znajdujących się w portfelach funduszy inwestycyjnych wzrosła z 37,2 mld zł na koniec 2023 r. do 38,9 mld zł na koniec 2024 r., przy czym dodatnie saldo transakcji wyniosło około 3 mld zł. Istotnym akcjonariuszem spółek z Głównego Rynku GPW pozostawał Skarb Państwa, który na koniec analizowanego okresu posiadał instrumenty udziałowe notowane na tym rynku o wartości 67,0 mld zł (wobec 104,7 mld zł rok wcześniej)³¹⁹. Sprawował on kontrolę m.in. nad ośmioma spółkami z indeksu WIG20, których łączna waga w tym indeksie na koniec 2024 r. wyniosła 55,4%. Skarb Państwa nie uczestniczył aktywnie w obrocie akcjami na rynku wtórnym.

Wartość portfela instrumentów udziałowych spółek krajowych w posiadaniu nierezydentów na koniec 2024 r. spadła do 325,5 mld zł (z 337,7 mld zł rok wcześniej)³²⁰, co wynikało głównie ze spadku cen akcji. W analizowanym okresie nierezydenci nabyli w ujęciu netto instrumenty o wartości 3,4 mld zł (wykres 5.2.26), natomiast udział tej grupy inwestorów w kapitalizacji rynku akcji GPW wyniósł 42,0% na koniec roku, podobnie jak rok wcześniej (wykres 5.2.27).

Najaktywniejszymi uczestnikami Głównego Rynku GPW byli inwestorzy zagraniczni, którzy w 2024 r. zawierali średnio na sesję transakcje o wartości 1 821,0 mln zł (wobec 1 437,4 mln zł w roku poprzednim). Relacja udziału ich transakcji w obrotach (68,0%) do udziału posiadanych przez nich akcji w kapitalizacji GPW (42,0%) sugeruje, że wspomniana grupa inwestorów częściej niż inwestorzy krajowi decydowała się na zawieranie transakcji krótkoterminowych.

Wykres 5.2.26. Zmiana zaangażowania inwestorów zagranicznych w akcje spółek krajowych notowanych na rynkach zorganizowanych GPW w latach 2021–2024

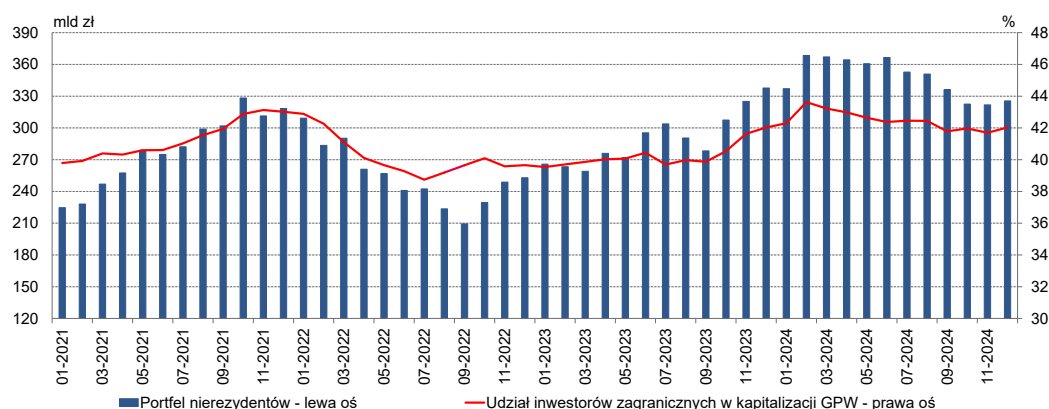


Źródło: NBP.

³¹⁹ Dane dotyczące zaangażowania Skarbu Państwa obejmują zarówno akcje posiadane bezpośrednio, jak również za pośrednictwem PFR.

³²⁰ Dane dotyczące zaangażowania nierezydentów obejmują wszystkie instrumenty udziałowe, w tym te, które były zarejestrowane w KDPW, a nie zostały wprowadzone do obrotu na rynkach zorganizowanych.

Wykres 5.2.27. Udział inwestorów zagranicznych w kapitalizacji spółek krajowych notowanych na rynkach zorganizowanych GPW w latach 2021–2024

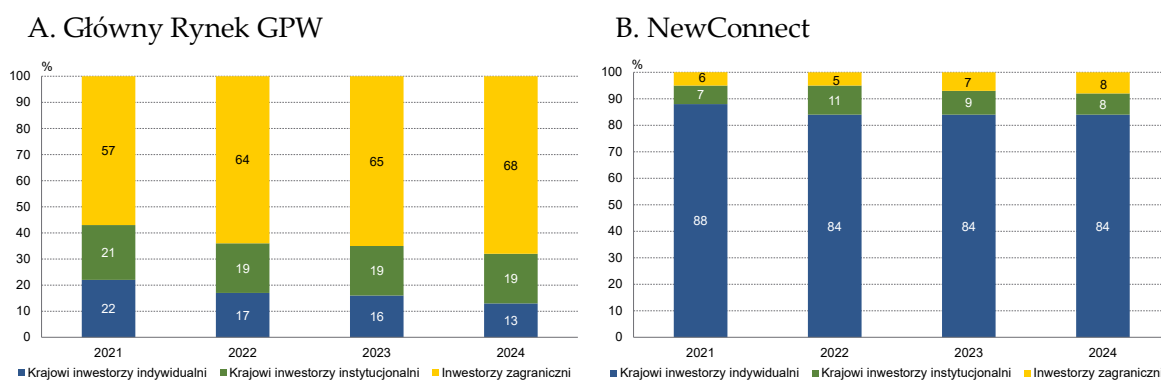


Źródło: NBP.

Drugą najbardziej aktywną grupą uczestników rynku regulowanego byli inwestorzy instytucjonalni, którzy w 2024 r. w ujęciu brutto zawierali średnio na sesję transakcje o wartości 492,9 mln zł (wobec 410,6 mln zł rok wcześniej). W efekcie ich udział w obrotach akcjami na Głównym Rynku GPW w analizowanym okresie wyniósł 19,0%, podobnie jak rok wcześniej (wykres 5.2.28). Utrzymujące się umiarkowane znaczenie krajowych inwestorów instytucjonalnych w tym obrocie miało charakter strukturalny. Wynikało ono m.in. z przeważnie dłuższego horyzontu inwestycyjnego tej grupy podmiotów oraz wspomnianego znacznego zaangażowania Skarbu Państwa.

Najmniej aktywną grupą inwestorów Głównego Rynku GPW byli inwestorzy indywidualni – średnio na sesję zawierali oni transakcje o wartości 348,1 mln zł, tj. o 0,3 mln zł więcej niż rok wcześniej. Liczba rachunków maklerskich wzrosła o 241,5 tys., do prawie 2,0 mln na koniec 2024 r.

Wykres 5.2.28. Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach sesyjnych na rynkach akcji organizowanych przez GPW w latach 2021–2024



Źródło: GPW.

W obrotach na rynku NewConnect, podobnie jak w latach poprzednich, dominowali inwestorzy indywidualni. Ich udział w obrotach akcjami w tym ASO nie zmienił się w stosunku do poprzedniego roku i na koniec 2024 r. wyniósł 84,0% (wykres 5.2.28). Duży udział tej grupy inwestorów w obrotach na NewConnect wynikał z małej skłonności inwestorów instytucjonalnych do aktywności w tym segmencie krajowego rynku kapitałowego. Było to związane m.in. z krótką historią działalności emitentów, niską kapitalizacją oraz małą płynnością spółek notowanych na tym rynku. Obserwowane w poprzednich latach liczne przypadki upadłości spółek notowanych na rynku NewConnect, wycofywanie z niego akcji ze względu na bezpieczeństwo obrotu oraz duża zmienność ich cen sprawiały, że dla inwestorów instytucjonalnych (krajowych i zagranicznych) był to rynek wyraźniej mniej atrakcyjny niż Główny Rynek GPW. W 2024 r. średnia wartość transakcji przeprowadzanych przez inwestorów indywidualnych podczas jednej sesji na NewConnect spadła do 11,1 mln zł (z 14,7 mln zł w 2023 r.).

5.3. Kasowy rynek walutowy

Światowy kasowy rynek walutowy jest silnie zdominowany przez podmioty finansowe mające siedziby w największych centrach finansowych, takich jak Londyn i Nowy Jork. Wiodącą rolę na tym rynku odgrywają międzynarodowe banki inwestycyjne, pełniące funkcję animatorów rynku, dostarczające waluty obce mniejszym bankom, obsługujące największych klientów i przeprowadzające transakcje spekulacyjne na dużą skalę. Istotne znaczenie mają również niebankowe instytucje finansowe (np. fundusze hedgingowe i firmy z branży Fintech), które oprócz realizowania transakcji na własny rachunek coraz częściej konkurują z bankami inwestycyjnymi w obszarach działalności związanych z animacją rynku i obsługą klientów.

Obroty i kurs na globalnym kasowym rynku złotego są determinowane przede wszystkim przez transakcje nierezydentów – głównie wspomnianych banków inwestycyjnych i funduszy hedgingowych. Na aktywność tych podmiotów w analizowanym okresie wpływały m.in.: awersja do ryzyka wśród inwestorów, zmieniające się oczekiwania inflacyjne i związana z nimi polityka pieniężna NBP oraz innych banków centralnych, jak również ocena sytuacji i perspektyw rozwoju polskiej gospodarki w porównaniu z najważniejszymi gospodarkami wysokorozwiniętymi.

Zdecydowana większość (86%) transakcji na globalnym kasowym rynku złotego była w 2024 r. zawierana między podmiotami zagranicznymi (na rynku *offshore*). Operacje, w których co najmniej jedną stroną był bank krajowy, miały niewielki wpływ na kurs złotego i stanowiły niecałe 14% obrotów na wspomnianym rynku, przy czym ich duża część była realizowana z nierezydentami. Operacje wymiany walut dokonywane między bankami krajowymi odpowiadały za mniej niż 1% obrotów na globalnym kasowym rynku złotego. Najważniejszą parą walutową na rynku *offshore* była para EUR/PLN, przy nieco mniejszym udziale transakcji USD/PLN. Na rynku krajowym wyraźnie przeważały transakcje EUR/PLN.

Wielkość i uczestnicy rynku

Na podstawie danych NBP, BIS i Banku Anglii można szacować, że średnie dzienne obroty netto na globalnym kasowym rynku złotego w 2024 r. wyniosły około 20,7 mld USD (tabela 5.3.1), tj. o około 11% więcej niż w roku poprzednim. Taki wzrost aktywności wynikał głównie z aktywności spekulacyjnej banków zagranicznych. Głównym ośrodkiem wymiany złotego pozostawał Londyn – z dostępnych danych wynika, że transakcje zawierane z udziałem działających tam banków odpowiadały za prawie połowę obrotów na globalnym rynku złotego.

Najważniejszymi uczestnikami globalnego kasowego rynku złotego były zagraniczne instytucje finansowe – banki inwestycyjne, fundusze hedgingowe oraz firmy z branży Fintech. Banki zagraniczne, dysponujące większymi w porównaniu z bankami krajowymi kapitałami na pokrycie ryzyka rynkowego oraz wyższymi limitami kredytowymi na kontrahentów, przeprowadzały operacje o charakterze spekulacyjnym na dużą skalę, w tym z wykorzystaniem algorytmów generujących zlecenia kupna i sprzedaży (*algorithmic trading*). Ponadto podmioty te zajmowały się obsługą zagranicznych niebankowych instytucji finansowych, oferując im dostęp do

zautomatyzowanych platform transakcyjnych oraz dodatkowe usługi związane z realizacją transakcji walutowych. Szczególnie popularna była usługa *prime brokerage*, która pozwalała podmiotom na zawieranie transakcji w imieniu danego banku inwestycyjnego w ramach udostępnionej im części jego limitów kredytowych. Zaobserwowano wyraźny spadek znaczenia transakcji zawieranych w ramach takiej usługi (z 54% wartości transakcji zrealizowanych na rynku londyńskim w 2023 r. do 44% w 2024 r.), co może świadczyć o zmniejszeniu się skali operacji spekulacyjnych realizowanych przez niebankowe instytucje finansowe na rynku *offshore* w analizowanym okresie.

Tabela 5.3.1. Średnie dzienne obroty netto na kasowym rynku złotego w latach 2021–2024 (w mld USD)

	2021	2022	2023	2024
Globalny rynek złotego, z tego:	23,55	17,21	18,62	20,70
- rynek krajowy	3,34	2,41	2,29	2,88
- rynek <i>offshore</i> , w tym:	20,21	14,80	16,33	17,82
- rynek londyński	8,71	8,25	9,25	9,94

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia. Obroty na rynku krajowym zostały obliczone na podstawie danych dla okresów, w których dostępne były również dane z rynku londyńskiego.

Źródło: oszacowano na podstawie danych Banku Anglii, BIS i NBP.

Na krajowym kasowym rynku złotego, obejmującym transakcje, w których przynajmniej jedną ze stron był bank działający w Polsce, średnie dzienne obroty netto w 2024 r. wyniosły około 10,6 mld zł i były o około 3% większe niż rok wcześniej, pomimo umocnienia się złotego względem walut największych gospodarek rozwiniętych (średniorocznie o około 5% zarówno do euro, jak i do dolara amerykańskiego). Przyczyniała się do tego głównie większa aktywność krajowych niebankowych instytucji finansowych, związana z ich wzmożoną działalnością inwestycyjną na rynkach zagranicznych.

Kasowy rynek złotego pozostawał największym lokalnym rynkiem walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, ze średnią dzienną wartością transakcji przewyższającą ponad dwukrotnie wielkość rynku forinta węgierskiego i ponad czterokrotnie wielkość rynku korony czeskiej (tabela 5.3.2). Dysproporcja ta była jeszcze bardziej widoczna w segmencie operacji wymiany waluty krajowej na dolary amerykańskie.

Prawie 43% wartości transakcji na krajowym rynku złotego stanowiły operacje między bankami – ich średnia dzienna wartość w 2024 r. wyniosła 4,7 mld zł i była nieznacznie mniejsza niż rok wcześniej. Dominowały operacje z bankami zagranicznymi, odpowiadające za prawie 86% obrotów netto na rynku międzybankowym w Polsce (wykres 5.3.1). Podmioty te zajmowały głównie krótkoterminowe pozycje w złotych w celach spekulacyjnych. Z kolei banki krajowe przeprowadzały transakcje z podmiotami zagranicznymi zarówno w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem rynkowym, wynikającym m.in. z operacji walutowych realizowanych na rynku

klientowskim, jak i w celach spekulacyjnych. Średnia dzienna wartość kasowych transakcji wymiany złotego zawartych między bankami krajowymi w 2024 r. wyniosła 0,5 mld zł.

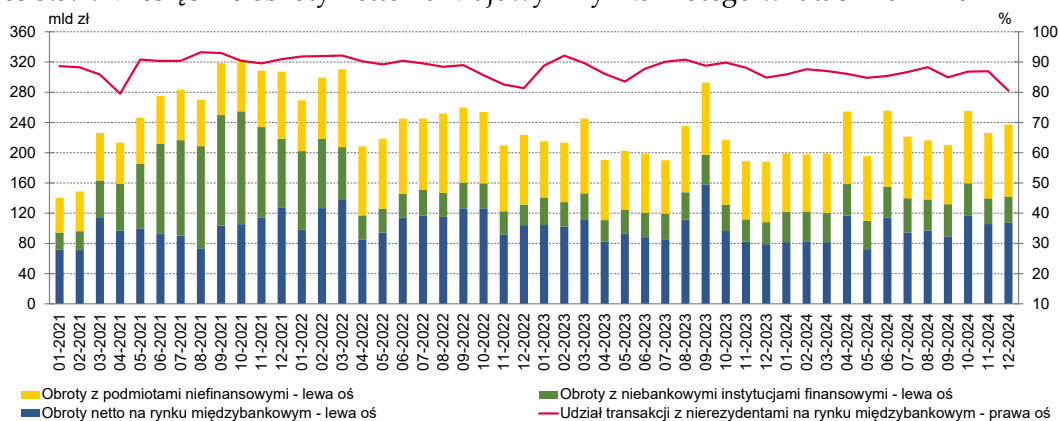
Tabela 5.3.2. Średnie dzienne obroty netto na krajowym kasowym rynku walutowym złotego, forinta węgierskiego i korony czeskiej w 2024 r. (w mln USD)

	Złoty	Forint	Korona czeska
Obroty ogółem, w tym:	2 643,3	1 145,9	587,6
- transakcje EUR/waluta krajowa	1 849,4	986,7	472,0
- transakcje USD/waluta krajowa	699,5	114,0	81,1

Uwaga: dane dla korony czeskiej na podstawie transakcji zarejestrowanych w styczniu, kwietniu, lipcu i październiku 2024 r.

Źródło: dane Česká Národní Banka, Magyar Nemzeti Bank i NBP.

Wykres 5.3.1. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku złotego w latach 2021–2024



Źródło: dane NBP pozyskane od grupy banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Transakcje banków krajowych z podmiotami niefinansowymi w 2024 r. odpowiadały za prawie 39% obrotów netto na kasowym rynku złotego w Polsce. Średnia dzienna wartość tych operacji wyniosła prawie 4,1 mld zł i była o około 3% większa niż rok wcześniej. Wspomniane podmioty zawierały transakcje kasowe głównie na potrzeby płatności walutowych związanych bezpośrednio ze swoją bieżącą działalnością operacyjną i inwestycyjną. Wzrost wartości obrotów w tym segmencie rynku mógł mieć związek m.in. z dalszym rozwojem elektronicznych platform wymiany walut oraz kantorów internetowych oferowanych przez banki krajowe mniejszym przedsiębiorcom oraz klientom indywidualnym.

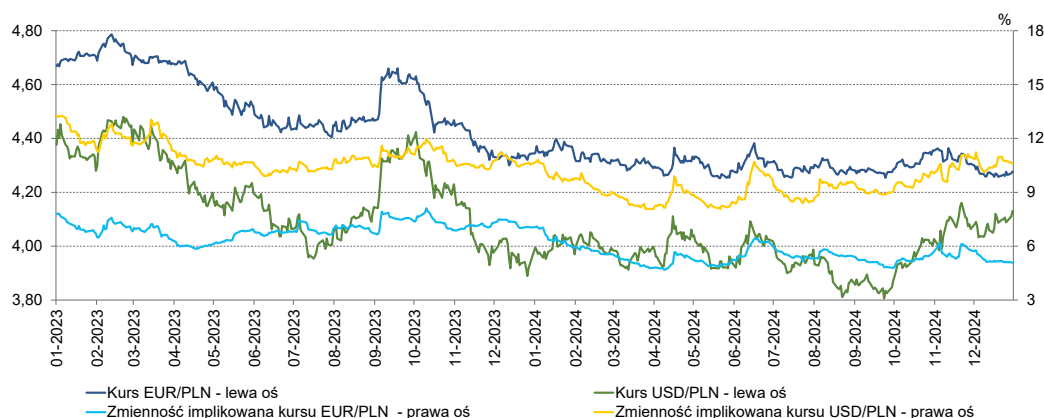
W analizowanym okresie obserwowano istotny wzrost wartości transakcji realizowanych z krajowymi niebankowymi instytucjami finansowymi (głównie funduszami inwestycyjnymi). Obroty w tym segmencie rynku zwiększyły się o około 20%, z 1,6 do 1,9 mld zł. Przełożyło się to na większy udział tych instytucji w strukturze obrotów na krajowym rynku kasowym złotego – ponad 18% w 2024 r. (niecałe 16% w 2023 r.). Wzmocniona aktywność tych podmiotów na zagranicznych rynkach finansowych mogła wynikać z poprawy postrzeganej przez uczestników rynku atrakcyjności stóp zwrotu z inwestycji w aktywa zagraniczne, w szczególności instrumenty związane z rynkiem akcji spółek notowanych na giełdach w Stanach Zjednoczonych.

Kurs złotego i jego zmienność

Ze względu na strukturę uczestników krajowego kasowego rynku złotego kurs EUR/PLN był w dużym stopniu kształtowany przez oceny inwestorów dotyczące perspektyw rozwoju gospodarczego Polski oraz wydarzenia na światowych rynkach finansowych, a w niewielkim stopniu zależał od przepływów wynikających z wymiany handlowej podmiotów krajowych. Ponadto złoty był postrzegany przez niektórych inwestorów zagranicznych jako waluta, której kurs dobrze odzwierciedla globalne trendy odnoszące się do innych walut regionu i w związku z tym był niekiedy wykorzystywany jako tzw. *proxy currency* w transakcjach spekulacyjnych. Wynikająca z tego wzmożona aktywność na rynku złotego mogła okresowo przyczyniać się do wyższej zmienności jego kursu.

Korzystne dane o tempie wzrostu gospodarczego Polski oraz utrzymywanie przez RPP stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie przez cały 2024 r. (wobec wdrażanej od czerwca przez EBC akomodacyjnej polityki pieniężnej) przyczyniały się do stopniowej aprecjacji złotego względem euro oraz spadku zmienności implikowanej kursu EUR/PLN w analizowanym okresie (wykres 5.3.2). Względnie krótkie okresy osłabienia złotego względem euro, obserwowane w kwietniu, czerwcu i listopadzie 2024 r., były związane z przejściowymi wzrostami awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, głównie w reakcji na wydarzenia o charakterze geopolitycznym (m.in. obawy o eskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie, ogłoszenie wcześniejszych wyborów parlamentarnych we Francji oraz wyniki wyborów prezydenckich w Stanach Zjednoczonych).

Wykres 5.3.2. Kursy złotego do euro i dolara amerykańskiego oraz zmienność implikowana tych kursów walutowych w latach 2023–2024



Uwaga: zmienność implikowana kalkulowana na podstawie cen trzymiesięcznych opcji walutowych ATM.

Źródło: Bloomberg.

Kurs złotego względem dolara amerykańskiego był determinowany głównie przez zmiany kursów EUR/PLN oraz EUR/USD, w związku z czym charakteryzował się większą zmiennością. W 2024 r. na kurs złotego względem dolara amerykańskiego wpływały zarówno te czynniki, które oddziaływały na wspomnianą aprecjację złotego względem euro, jak i czynniki kształtujące kurs EUR/USD. Były to w szczególności mniej akomodacyjna (w porównaniu z EBC) polityka pieniężna

Rezerwy Federalnej oraz zwiększona awersja do ryzyka na globalnych rynkach finansowych, która w szczególności pod koniec 2024 r. przyczyniła się do wyraźnego umocnienia się dolara amerykańskiego względem euro i w rezultacie również względem złotego.

Struktura rynku

Na londyńskim kasowym rynku złotego najważniejszą parą walutową w 2024 r. były transakcje wymiany złotego na euro. Zgodnie z danymi Banku Anglii udział operacji EUR/PLN w obrotach na tym rynku wyniósł ponad 51% i był o około 6 pkt proc. wyższy niż rok wcześniej. Jednocześnie spadło znaczenie drugiej najistotniejszej pary walutowej, tj. USD/PLN. Udział takich operacji w obrotach na kasowym rynku złotego w Londynie zmniejszył się z 55% w 2023 r. do 48% w 2024 r. Istotny spadek znaczenia dolara amerykańskiego na rynku *offshore* mógł być związany z mniejszą skalą transakcji spekulacyjnych, realizowanych w dużym stopniu przez niebankowe instytucje finansowe spoza UE (w szczególności fundusze hedgingowe ze Stanów Zjednoczonych), które finansowały swoją działalność głównie w tej walucie.

Dużo wyraźniejsza była przewaga transakcji EUR/PLN w strukturze walutowej obrotów na krajowym kasowym rynku złotego. W 2024 r. odpowiadały one za prawie 70% wartości obrotów netto z udziałem rezydentów, podczas gdy transakcje USD/PLN – za około 26%. Na krajowym rynku międzybankowym udział operacji wymiany złotego na euro był jeszcze większy i w 2024 r. wyniósł 79%. Para walutowa EUR/PLN przeważała również w strukturze walutowej transakcji na rynku klientowskim. Takie operacje stanowiły około 63% wartości obrotów zrealizowanych w tym segmencie rynku w analizowanym okresie, podczas gdy około 31% obrotów przypadało na transakcje USD/PLN. Udziały te były związane ze strukturą walutową handlu zagranicznego oraz bezpośrednich inwestycji zagranicznych, w której przeważają płatności w euro.

Na krajowym rynku walutowym dokonywano ponadto kasowych transakcji wymiany walut obcych na inne waluty obce. W 2024 r. średnie dzienne obroty w tym segmencie rynku spadły o 11% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosły około 2,6 mld zł. Spadek ten mógł wynikać m.in. ze wspomnianej aprecjacji złotego względem walut gospodarek wysokorozwiniętych. Transakcje walutowe bez udziału złotego wykorzystywano m.in. w operacjach krzyżowych, mających na celu wymianę złotego na waluty obce (w szczególności inne niż euro i dolar amerykański). Złożenie odpowiednich transakcji realizowanych na rynkach bardziej płynnych par walutowych mogło być bowiem dla banków krajowych korzystniejsze (obciążone mniejszymi kosztami transakcyjnymi) niż nabywanie danej waluty bezpośrednio za złote. W strukturze podmiotowej obrotów w tym segmencie rynku dominowały operacje międzybankowe – ich średnia dzienna wartość wyniosła 2,3 mld zł. Zdecydowaną większość operacji w tym segmencie rynku (68%) stanowiły operacje wymiany EUR/USD.

Infrastruktura rynku

Zdecydowana większość międzybankowych kasowych operacji wymiany złotego w Polsce była zawierana z wykorzystaniem elektronicznych środków komunikacji. W ostatnich latach w szczególności rosła popularność anonimowych systemów automatycznie kojarzących zlecenia kupna i sprzedaży (tzw. *anonymous venues*). Istotną rolę pełniły również elektroniczne platformy transakcyjne, na których kwotowania i płynność dostarczane były przez pojedyncze banki pełniące funkcje *liquidity providers*. Platformy te były wykorzystywane głównie przy realizacji operacji w ramach grup kapitałowych. Nadal popularne były elektroniczne platformy transakcyjne umożliwiające zawieranie transakcji tylko z wybranym gronem kontrahentów (tzw. *disclosed venues*). Można szacować, że transakcje zrealizowane w ten sposób odpowiadały za około jedną trzecią wartości obrotów w tym segmencie rynku. Głównymi zaletami tego typu platform były duża homogeniczność podmiotów dostarczających kwotowania oraz możliwość zdefiniowania listy akceptowanych kontrahentów. Znacznie ułatwiało to uczestnikom tych platform obsługę potransakcyjną operacji oraz proces zarządzania ryzykiem kredytowym kontrahenta. Z kolei warunki niestandardowych transakcji (charakteryzujących się np. większą kwotą nominalną lub wcześniejszym terminem rozrachunku) ustalano najczęściej za pomocą elektronicznych systemów konwersacyjnych. Rozwój elektronicznych środków komunikacji doprowadził do postępującej marginalizacji kanałów głosowych na rynku międzybankowym – transakcje zawierane przez telefon lub za pośrednictwem brokera głosowego stanowiły niewielką część obrotów.

Standardowa wartość kasowych transakcji na krajowym rynku międzybankowym dla relacji EUR/PLN i USD/PLN wynosiła 1–5 mln, odpowiednio, euro i dolarów amerykańskich. Jednak duża płynność tego rynku umożliwiała także realizowanie operacji o znacznie większych kwotach bez wywierania istotnego wpływu na kurs złotego.

Niebankowe instytucje finansowe do zawierania transakcji często wykorzystywały wspomniane *disclosed venues* oraz elektroniczne platformy transakcyjne, udostępniane przez pojedyncze banki. Mniejszą popularnością cieszyły się elektroniczne systemy konwersacyjne oraz kanały głosowe. Wśród przedsiębiorstw niefinansowych przeważały transakcje zawierane bezpośrednio przez telefon, jednak dużą część obrotów realizowano również za pośrednictwem platform transakcyjnych udostępnianych przez poszczególne banki. Wśród mniejszych podmiotów i klientów indywidualnych dominowały prowadzone przez pojedyncze banki elektroniczne platformy transakcyjne oraz kantory internetowe, które często były zintegrowane z systemami bankowości elektronicznej i oferowały aktualizowane na bieżąco kursy walutowe zbliżone do kwotowań z rynku hurtowego.

5.4. Rynek finansowych instrumentów pochodnych

Finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu zarówno na rynku giełdowym (regulowanym), jak i pozagiełdowym (*over-the-counter* – OTC). Są również, w ograniczonym zakresie, notowane na wielostronnych platformach obrotu (*multilateral trading facilities* – MTF) oraz zorganizowanych platformach obrotu (*organised trading facilities* – OTF). Zaletą rynku giełdowego jest centralizacja obrotu i powszechne wykorzystywanie izby rozliczeniowej (najczęściej o statusie CCP), co zwiększa przejrzystość tego rynku i ogranicza ryzyko kredytowe kontrahenta. Rynek pozagiełdowy pozwala natomiast na lepsze dopasowanie warunków transakcji do potrzeb jego uczestników. W wyniku wprowadzanych w ostatnich latach rozwiązań regulacyjnych, mających na celu m.in. zwiększenie przejrzystości rynku instrumentów pochodnych OTC oraz ograniczenie występującego na nim ryzyka kredytowego kontrahenta, różnice między obrotem zorganizowanym i pozagiełdowym w dużej mierze zatarły się, szczególnie w odniesieniu do instrumentów pochodnych stopy procentowej.

Pod względem wolumenu obrotów instrumentami pochodnymi na świecie bardziej płynny jest rynek giełdowy, co jest związane z większą niż na rynku OTC standaryzacją instrumentów i łatwością zawierania przeciwstawnych transakcji bez podejmowania dodatkowego ryzyka kredytowego kontrahenta. Niemniej jednak rynek OTC nadal odgrywa ważniejszą rolę w światowym systemie finansowym, o czym może świadczyć wielokrotnie większa wartość otwartych pozycji brutto banków (tj. łączna wartość nominalna z tytułu wszystkich sprzedanych i kupionych instrumentów pochodnych)³²¹.

Dla funkcjonowania rynku instrumentów pochodnych OTC w UE istotne znaczenie mają rozwiązania zawarte w rozporządzeniach EMIR i MiFIR oraz ich aktach wykonawczych, jak również wykorzystywana przez strony transakcji dokumentacja prawna. Najważniejsze unijne wymogi regulacyjne dotyczą: obowiązku handlu i rozliczania transakcji określonymi klasami instrumentów, odpowiednio, w systemach obrotu i przez CCP; ustanawiania zabezpieczeń w przypadku transakcji rozliczanych bilateralnie oraz raportowania informacji o transakcjach pochodnych do repozytoriów transakcji. Na wspomnianą dokumentację składają się natomiast przede wszystkim umowy ramowe, na podstawie których zawierane są transakcje na tym rynku i ewentualnie następuje ich wcześniejsze zakończenie, a także dodatkowe umowy zabezpieczające (*Credit Support Annex* – CSA), umożliwiające ograniczanie ekspozycji na ryzyko kredytowe kontrahenta przez ustanawianie, zgodnie z obowiązującymi wymogami regulacyjnymi, zabezpieczeń w formie papierów wartościowych lub środków pieniężnych. W przypadku transakcji rozliczanych centralnie dokumentacja prawna obejmuje także regulaminy izb

³²¹ Świadczą o tym m.in. publikowane co pół roku przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych dane o wartości otwartych pozycji z tytułu instrumentów pochodnych OTC (materiał dostępny na stronie https://data.bis.org/topics/OTC_DER).

rozliczeniowych oraz umowy między ich bezpośrednimi uczestnikami a podmiotami korzystającymi z ich pośrednictwa w dostępie do danej izby.

5.4.1. Ewolucja wielkości i struktury rynku finansowych instrumentów pochodnych

Pod względem wartości obrotów i różnorodności oferowanych finansowych instrumentów pochodnych w Polsce, inaczej niż na wielu zagranicznych rynkach finansowych, znacznie lepiej rozwinięty jest rynek pozagiełdowy. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku OTC w 2024 r. były o około 17% większe niż rok wcześniej i wyniosły 18,4 mld zł. Tym samym były one prawie jedenastokrotnie większe niż obroty instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW (tabela 5.4.1). Funkcję animatorów na rynku OTC pełnią bowiem banki zagraniczne, których aktywność w segmencie instrumentów pochodnych GPW jest znacznie mniejsza, oraz banki krajowe – instytucje o największych aktywach w polskim systemie finansowym. Ponadto krajowe przedsiębiorstwa, zarządzając ryzykiem finansowym, znacznie częściej wykorzystują instrumenty oferowane przez banki niż przez giełdy. Wpływają na to m.in. długotrwałe relacje przedsiębiorstw z bankami, bogatsza oferta tych instytucji i duża elastyczność ich produktów, a także niższe koszty zawierania transakcji zabezpieczających. Największy segment rynku finansowych instrumentów pochodnych OTC w Polsce stanowiły instrumenty pochodne oparte na wskaźnikach WIBOR.

Tabela 5.4.1. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2021–2024 (w mln zł)

	2021	2022	2023	2024
Pozagiełdowe instrumenty pochodne	15 010,0	15 144,8	15 706,3	18 571,2
- stopy procentowej	8 148,8	10 040,4	11 418,4	14 211,2
- walutowe	6 861,2	5 104,3	4 287,9	4 360,0
Giełdowe instrumenty pochodne	1 105,5	1 478,2	1 540,7	1 672,6
- walutowe	64,5	72,5	74,5	62,0
- związane z rynkiem akcji	1 041,0	1 405,7	1 466,2	1 610,5
- w tym <i>futures</i> na WIG20	930,0	1 322,1	1 392,9	1 527,9

Uwagi: obroty na rynku OTC wyliczono według wartości nominalnej, a na rynku giełdowym – według kwot rozliczenia transakcji. Rynek giełdowy obejmuje tylko instrumenty notowane na GPW. W przypadku tego rynku uwzględniono transakcje sesyjne i pakietowe. Kategoria walutowych instrumentów pochodnych nie uwzględnia transakcji *fx swap*. Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: opracowano na podstawie danych GPW oraz danych pozyskanych od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Płynność globalnego rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC była determinowana głównie przez obroty realizowane poza Polską. Wartość transakcji zawartych między nierezydentami była wielokrotnie większa od wartości obrotów na rynku krajowym, co wynikało przede wszystkim z dużej aktywności banków londyńskich oraz zagranicznych funduszy hedgingowych na rynku *offshore*.

W 2024 r. wolumen obrotów instrumentami pochodnymi na GPW wyniósł niecałe 13,6 mln kontraktów i był o 7,5% mniejszy niż rok wcześniej. Największy spadek aktywności odnotowano w segmencie opcji na indeks WIG20 oraz kontraktów terminowych na makroindeksy. Inwestorzy indywidualni wykorzystywali głównie akcyjne instrumenty pochodne oraz (w mniejszym stopniu) walutowe kontrakty *futures*, natomiast inwestorzy instytucjonalni oprócz transakcji o charakterze spekulacyjnym przeprowadzali również m.in. operacje arbitrażowe. Największym zainteresowaniem uczestników giełdowego rynku instrumentów pochodnych w Polsce nadal cieszyły się kontrakty *futures* na indeks WIG20. Transakcje tymi instrumentami stanowiły w analizowanym okresie 91,3% całkowitej wartości obrotów na tym rynku.

5.4.2. Pozagiełdowe finansowe instrumenty pochodne

Krajowy rynek pozagiełdowych finansowych instrumentów pochodnych umożliwia instytucjom finansowym i przedsiębiorstwom zabezpieczanie się przede wszystkim przed ryzykiem zmian stóp procentowych oraz kursów walutowych. Pozwala również na podejmowanie ryzyka rynkowego. Oprócz tego instrumenty generujące płatności zbliżone do płatności wynikających z instrumentów bazowych (np. papierów dłużnych) są wykorzystywane w strategiach arbitrażowych.

Ze względu na zdecentralizowany charakter rynku OTC jego organizatorami i głównymi uczestnikami są banki. Wartość nominalna pozycji brutto banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC na koniec 2024 r. wyniosła ponad 4,6 bln zł (wzrost o około 17% w porównaniu z końcem 2023 r.). Pozycje te były wykazywane przez 35 banków i oddziałów instytucji kredytowych działających w Polsce, przy czym rynek ten charakteryzował się wysokim stopniem koncentracji. Na pięć największych podmiotów przypadało około 80% wartości nominalnej tych instrumentów, a na 10 – około 95% tej wartości.

Banki krajowe utrzymywały największe zaangażowanie w instrumentach pochodnych stopy procentowej – wartość otwartych pozycji z ich tytułu wyniosła na koniec roku prawie 4,3 mld zł (tabela 5.4.2). Dominowały operacje IRS nominowane w złotych, które są zawierane na okresy kilkuletnie i długo pozostają w sprawozdaniach banków³²². Transakcje te w największym stopniu odpowiadały też za wzrost zaangażowania banków w instrumenty pochodne w analizowanym okresie – wartość otwartych pozycji z ich tytułu na koniec 2024 r. była o 0,4 mld zł wyższa niż rok wcześniej.

Wartość otwartych pozycji z tytułu walutowych instrumentów pochodnych wyniosła mniej niż 0,4 mld zł i była nieznacznie niższa od odnotowanej rok wcześniej. Wśród walutowych instrumentów pochodnych, inaczej niż w przypadku transakcji pochodnych na stopę procentową,

³²² Sprawozdawczość pozycji pozabilansowych banków obejmuje wartość nominalną wszystkich transakcji, które nie wygasły na dzień sporządzenia sprawozdania – niezależnie od tego, kiedy zostały zawarte.

największe pozycje pozabilansowe wynikały z tytułu charakteryzujących się relatywnie krótkimi przeciętnymi terminami zapadalności transakcji *forward*, które były jednak zawierane na znaczną skalę i z dużą częstotliwością. Jedynie w segmencie transakcji waluta obca/waluta obca największe otwarte pozycje wynikały z długoterminowych operacji CIRS.

Tabela 5.4.2. Pozycje brutto banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC na koniec 2023 i 2024 r. (według wartości nominalnej instrumentów, w mld zł)

	2023		2024	
	złoty ¹	inne waluty	złoty ¹	inne waluty
Instrumenty stopy procentowej	3 179,8	385,5	3 789,3	480,3
- transakcje IRS	2 519,5	260,0	2 920,4	313,4
- transakcje FRA	655,3	0,3	865,9	1,9
- opcje	4,3	35,1	2,4	35,7
- transakcje OIS	0,3	53,8	0,1	86,7
- transakcje <i>forward</i> na obligacje	0,4	0,0	0,5	0,0
- inne ²	0,0	36,3	0,0	42,6
Instrumenty walutowe	309,2	57,4	302,1	48,4
- transakcje <i>forward</i> ³	121,4	8,7	132,3	6,8
- transakcje CIRS	93,8	44,6	97,4	35,5
- opcje	94,0	4,1	72,5	6,1
Instrumenty związane z rynkiem akcji²	15,9		9,3	
Instrumenty kredytowe	0,0		0,0	

¹ Dla instrumentów walutowych przedstawiono wartość nominalną transakcji pochodnych na kursy wymiany złotego względem walut obcych.

² Ze względu na przekroje, w których dostępne są dane, kategoria może obejmować instrumenty będące przedmiotem obrotu na giełdzie.

³ Prezentowane wartości nie uwzględniają pozycji brutto z tytułu transakcji *fx swap*, które w niniejszym opracowaniu zaliczane są do instrumentów rynku pieniężnego.

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: NBP.

Niewielka wartość pozycji brutto banków krajowych z tytułu transakcji instrumentami pochodnymi z ekspozycją na rynek akcji była związana ze stosowaną przez działające w ramach tych podmiotów biura maklerskie strategią zarządzania ryzykiem rynkowym, tj. zamykaniem na koniec dnia pozycji we wspomnianych instrumentach (*day trading*). Na koniec 2024 r. banki krajowe nie wykazywały zaangażowania na rynku kredytowych instrumentów pochodnych.

W 2024 r. wszystkie krajowe instytucje finansowe realizujące operacje instrumentami pochodnymi były zobowiązane, zgodnie z odpowiednimi regulacjami UE³²³, do wnoszenia zmiennych

³²³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/2251 z dnia 4 października 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem

(właściwych) depozytów zabezpieczających w transakcjach rozliczanych bilateralnie. Ponadto znaczna część krajowego sektora finansowego (tj. podmioty należące do grup kapitałowych, dla których wartość pozycji z tytułu instrumentów pochodnych OTC rozliczanych bilateralnie przekraczała równowartość 8 mld euro) była również objęta wymogiem wnoszenia wstępnych (początkowych) depozytów zabezpieczających³²⁴.

5.4.2.1. Instrumenty pochodne stopy procentowej

Wielkość rynku

Na krajowym rynku nominowanych w złotych instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w 2024 r. obserwowano, siódmy rok z rzędu, wyraźny wzrost średnich dziennych obrotów netto. W analizowanym okresie wyniosły one 14,2 mld zł, czyli o ponad 24% więcej niż rok wcześniej. Wpływ na to miało większe zainteresowanie uczestników rynku zarówno transakcjami FRA, jak i IRS. Poza zróżnicowanymi oczekiwaniami na zmiany stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie wzrost obrotów w tym segmencie rynku mógł być związany z przenoszeniem przez niektóre międzynarodowe grupy finansowe jednostek odpowiedzialnych za zarządzanie ryzykiem stopy procentowej w złotych do podmiotów z siedzibą w Polsce.

W 2024 r. średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji FRA zwiększyły się o około 24% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniosły prawie 8,9 mld zł (wykres 5.4.1), osiągając tym samym historycznie największą wartość. Do takiego wzrostu aktywności na tym rynku przyczyniły się przede wszystkim mocno zróżnicowane oczekiwania jego uczestników co do przyszłego poziomu stóp procentowych w Polsce. Silne zmiany tych oczekiwań, spowodowane m.in. utrzymującą się niepewnością odnośnie do tempa wzrostu gospodarczego, zmieniającą się presją inflacyjną oraz niepewnością co do sytuacji geopolitycznej skłaniały krajowe i zagraniczne banki do częstego wykorzystywania transakcji FRA w celu zabezpieczania się przed ryzykiem stóp procentowych oraz spekulacji na ich zmiany.

Zainteresowanie tymi instrumentami zmieniało się w poszczególnych miesiącach 2024 r. Największą aktywność na rynku transakcji FRA obserwowano:

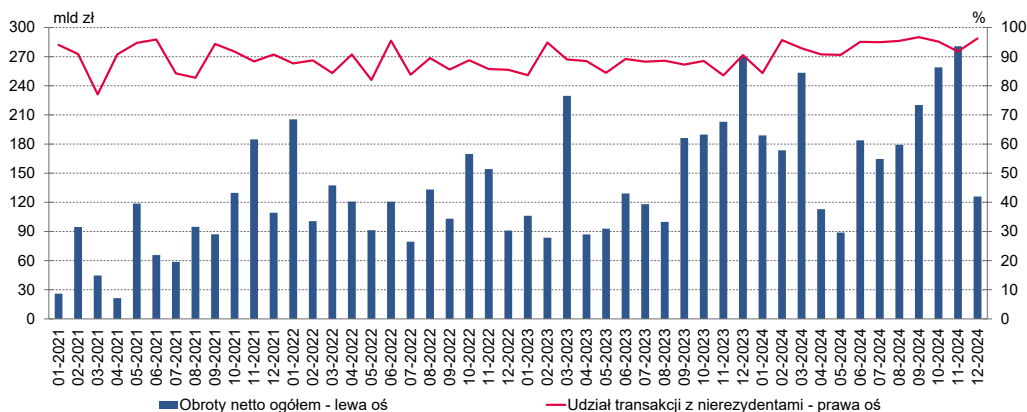
- w I kwartale, kiedy publikowane przez GUS dane o inflacji były wyraźnie niższe niż w ostatnich miesiącach 2024 r., co wspierało oczekiwania niektórych uczestników rynku na obniżki stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie (wykres 5.4.2); oraz

obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Dz. Urz. UE L340 z 2016 r., s. 9 i dalsze).

³²⁴ Szerzej o mechanizmie funkcjonowania depozytów zabezpieczających w: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2019 r.*, NBP, 2020, s. 321–325.

- od września do listopada, kiedy w związku z publikacją wyższych od oczekiwanych danych o inflacji oraz korzystnych danych o tempie wzrostu gospodarczego w II kwartale 2024 r. niektórzy uczestnicy rynku rewidowali swoje prognozy dotyczące przyszłych decyzji dotyczących polityki pieniężnej banku centralnego w krótkim i średnim okresie.

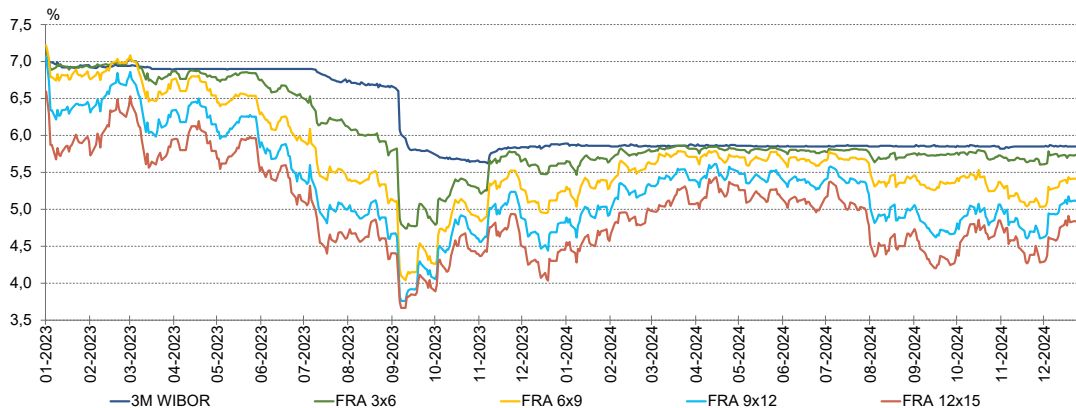
Wykres 5.4.1. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji FRA nominowanych w złotych w latach 2021–2024



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Wykres 5.4.2. Bieżące (wskaźnik WIBOR 3M) i oczekiwane stopy procentowe (stawki FRA) na krajowym rynku pieniężnym w latach 2023–2024

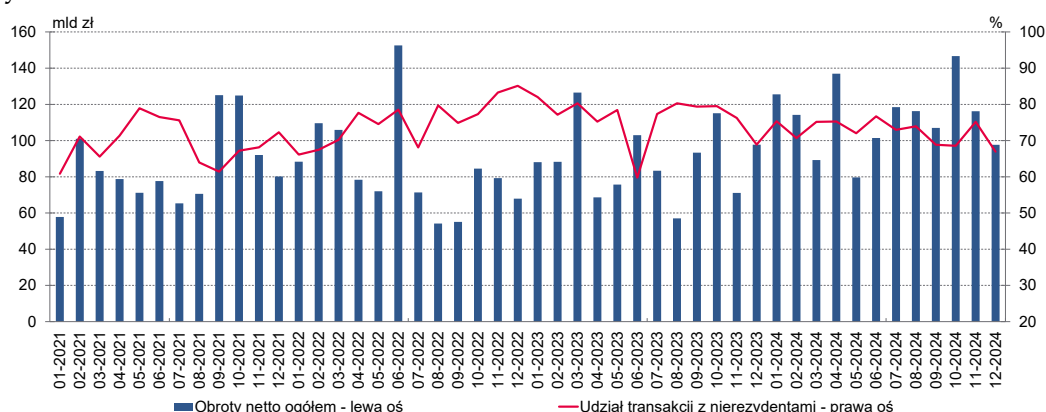


Źródło: Bloomberg.

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji IRS w 2024 r. były o około 26% większe niż rok wcześniej i wyniosły prawie 5,4 mld zł, co podobnie jak w przypadku transakcji FRA było historycznym maksimum (wykres 5.4.3). Długoterminowe swapy stopy procentowej są często wykorzystywane przez banki krajowe do zabezpieczania się przed spadkiem cen obligacji skarbowych, więc wzrost zaangażowania w te instrumenty wspomnianych podmiotów przekładał się na ich zwiększony popyt na tego typu operacje. Sprzyjały temu także zróżnicowane

oczekiwania uczestników rynku dotyczące wysokości stóp procentowych NBP w krótkim i średnim okresie oraz związane ze zmianami tych oczekiwań istotne przesunięcia krzywej dochodowości transakcji IRS w 2024 r. (wykres 5.4.4). Ponadto różnice w kształtowaniu się tej krzywej względem krzywej dochodowości krajowych obligacji skarbowych (szczególnie na jej krótszym końcu) mogły być wykorzystywane w strategiach arbitrażowych bazujących na różnicach między wartościami strumieni płatności z tytułu transakcji IRS oraz odpowiadających im pod względem terminu zapadalności krajowych papierów skarbowych.

Wykres 5.4.3. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji IRS nominowanych w złotych w latach 2021–2024



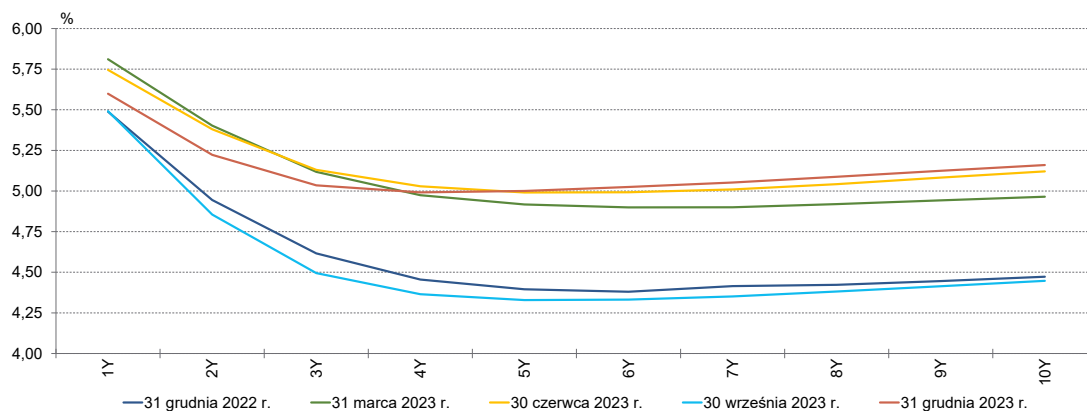
Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Dodatkowym czynnikiem, który mógł wpływać na zwiększone zainteresowanie banków krajowych transakcjami IRS, było coraz powszechniejsze oferowanie przez te podmioty klientom indywidualnym i mniejszym przedsiębiorstwom produktów kredytowych (np. kredytów hipotecznych) o okresowo stałej stopie oprocentowania. Ryzyko stopy procentowej wynikające z udzielania tego typu kredytów było bowiem następnie często ograniczane przez banki za pomocą operacji na rynku międzybankowym.

Na krajowym rynku opcji na stopę procentową transakcje zawierano sporadycznie. Aktywność na nim była przeważnie związana z dążeniem banków krajowych do ograniczania ryzyka rynkowego wynikającego z oferowania przez niektóre z nich inwestycyjnych produktów strukturyzowanych z wbudowanymi opcjami (nieujętych w sprawozdawczości obrotów na rynku instrumentów pochodnych OTC) oraz zabezpieczaniem transakcji zawieranych na rynku klientowskim. Średnie dzienne obroty opcjami na stopę procentową w 2024 r. wyniosły niecałe 3 mln zł i były o prawie 80% mniejsze niż rok wcześniej. Spadek obrotów w tym segmencie rynku mógł wynikać ze zmniejszonej popularności wspomnianych produktów strukturyzowanych, do której przyczyniało się wyższe nominalne oprocentowanie (i tym samym postrzegana atrakcyjność) innych produktów oszczędnościowych i inwestycyjnych.

Wykres 5.4.4. Krzywe dochodowości transakcji IRS nominowanych w złotych w wybranych dniach 2023 i 2024 r.



Źródło: Bloomberg.

W 2024 r. w Polsce *de facto* nie funkcjonował rynek nominowanych w złotych transakcji OIS. Pojedyncze transakcje na tym rynku miały charakter techniczny. Brak wiarygodnych oraz reprezentatywnych, tj. bazujących na rzeczywistych transakcjach, stawek OIS uniemożliwiało konstruowanie na ich podstawie krzywych, które mogłyby być stosowane do wyceny instrumentów finansowych nominowanych w złotych.

Uczestnicy rynku

Krajowy rynek instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej charakteryzował się wysoką koncentracją obrotów – w 2024 r. pięć najbardziej aktywnych banków realizowało prawie 88% operacji FRA oraz prawie 85% operacji IRS pod względem ich wartości. Dominującą rolę na tym rynku pełniły podmioty zagraniczne – udział transakcji zawartych z nierezydentami wyniósł w segmentach operacji FRA i IRS, odpowiednio, 93% i 73%. Jednocześnie transakcje dokonywane między bankami krajowymi stanowiły, odpowiednio, około 5% i około 20% wartości obrotów netto (tabela 5.4.3). W przypadku opcji na stopę procentową operacje z nierezydentami odpowiadały za 41% obrotów.

Pomimo zaobserwowanego w 2024 r. wzrostu zainteresowania zawieraniem transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej ze strony niektórych niebankowych instytucji finansowych (tj. funduszy inwestycyjnych oraz zakładów ubezpieczeń) udział operacji tych podmiotów w obrotach pozostawał niewielki i wynosił niecałe 3%. W analizowanym okresie odnotowano również duży wzrost aktywności krajowych przedsiębiorstw niefinansowych na rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej. Pomimo tego ich udział w strukturze obrotów na tym rynku nadal był znikomy (poniżej 1%). Duże i średnie przedsiębiorstwa zawierały głównie transakcje IRS wykorzystywane do zabezpieczania się przed wzrostem kosztów finansowania inwestycji, pozyskiwanego z kredytów bankowych i emisji obligacji, których kupony odsetkowe były określane na podstawie wskaźników WIBOR.

Tabela 5.4.3. Średnia dzienna wartość transakcji banków krajowych na rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej w Polsce według kontrahentów w latach 2021–2024 (w mln zł)

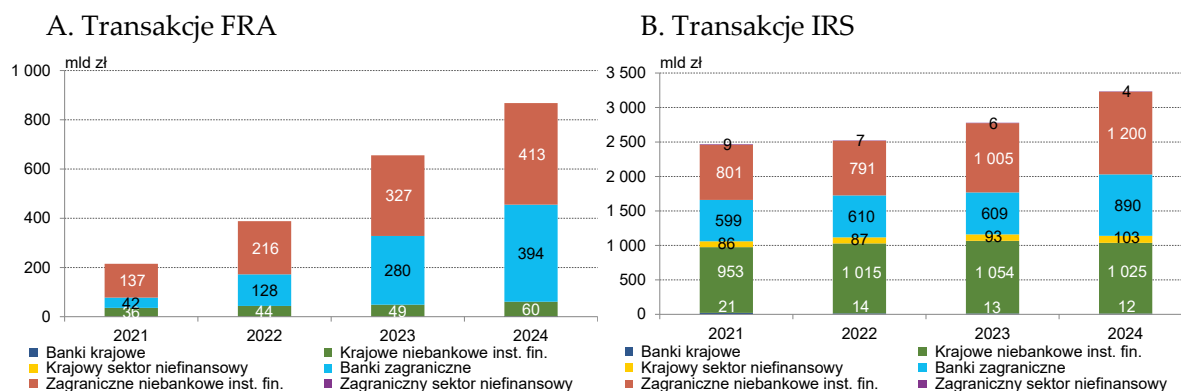
	2021	2022	2023	2024
Transakcje FRA	4 074,8	5 979,5	7 150,3	8 853,7
- z bankami krajowymi	348,4	640,7	688,2	482,3
- z podmiotami niebankowymi	61,9	102,2	168,0	101,3
- z nierezydentami	3 664,5	5 236,6	6 294,1	8 270,1
Transakcje IRS	4 046,6	4 044,5	4 254,0	5 354,7
- z bankami krajowymi	1 019,0	787,9	804,4	1 095,5
- z podmiotami niebankowymi	234,5	227,1	215,2	370,3
- z nierezydentami	2 793,0	3 029,5	3 234,4	3 889,0
Opcje na stopę procentową	27,4	16,4	12,8	2,8
- z bankami krajowymi	0,1	0,0	0,0	0,0
- z podmiotami niebankowymi	6,2	5,0	5,4	1,6
- z nierezydentami	21,1	11,4	7,5	1,1

Uwagi: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości. Suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii nadrzędnej ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Struktura podmiotowa pozycji brutto banków krajowych z tytułu transakcji instrumentami pochodnymi OTC stopy procentowej (odzwierciedlająca podmioty, na które banki posiadają ekspozycje w sensie prawnym, niezależnie od pierwotnych stron transakcji) wyraźnie różniła się od struktury podmiotowej obrotów. Było to związane z upowszechnieniem się rozliczania tego typu transakcji przez CCP. Na koniec 2024 r. prawie 99% wartości tych pozycji względem krajowych instytucji finansowych było efektem nowacji rozliczeniowej zastosowanej w odniesieniu do transakcji przekazywanych do rozliczenia przez CCP (wykres 5.4.5). W przypadku transakcji FRA i IRS zawartych z zagranicznymi podmiotami finansowymi operacje rozliczane przez CCP odpowiadały za około 56% wartości pozycji brutto, natomiast znaczną część pozostałych stanowiły tzw. transakcje wewnątrzgrupowe, zawarte z innymi bankami funkcjonującymi w ramach tej samej grupy kapitałowej i tym samym zwolnione z obowiązku centralnego rozliczania. Spadek odsetka przekazywanych do CCP transakcji z nierezydentami mógł wynikać ze wspomnianego przenoszenia przez niektóre międzynarodowe grupy finansowe jednostek odpowiedzialnych za zarządzanie ryzykiem stopy procentowej w złotych do podmiotów z siedzibą w Polsce.

Wykres 5.4.5. Pozycje brutto banków krajowych na rynku transakcji FRA i IRS na koniec grudnia w latach 2021–2024 według kontrahentów (wartość nominalna instrumentów)



Źródło: NBP.

Struktura rynku

W 2024 r. w strukturze terminowej zawieranych na rynku krajowym transakcji FRA przeważały instrumenty o terminach zapadalności powyżej sześciu miesięcy (tabela 5.4.4). Największym zainteresowaniem cieszyły się instrumenty o niestandardowych terminach rozliczenia (krótszych niż jeden rok). Innymi płynnymi segmentami rynku były transakcje: 1x4, 3x6 oraz 2x5. Taka struktura terminowa operacji FRA mogła odzwierciedlać silne zróżnicowanie oczekiwań uczestników rynku co do tempa oraz skali zmian stóp procentowych NBP, głównie w średnim okresie, oraz być związana z wykorzystywaniem tych instrumentów do zarządzania ryzykiem stopy procentowej wynikającym z różnic w terminach płatności odsetkowych różnych instrumentów finansowych.

W strukturze obrotów na krajowym rynku transakcji IRS złotego istotnie spadł udział operacji o pierwotnych terminach zapadalności powyżej trzech lat. W związku ze stopniowym zmniejszaniem się presji inflacyjnej w 2024 r. (w szczególności w I połowie roku) większość uczestników rynku oczekiwała spadku stóp procentowych NBP w średnim okresie. Z tego względu podmioty posiadające duże portfele dłużnych papierów wartościowych i chcące zabezpieczyć się przed ryzykiem zmian stóp procentowych mogły preferować zawieranie transakcji o krótszych terminach zapadalności, które dawały im większą elastyczność w reagowaniu na przyszłe decyzje RPP dotyczące polityki pieniężnej lub które były bardziej dostosowane do struktury terminowej zabezpieczanych aktywów i pasywów.

Standardowe kwoty nominalne operacji na międzybankowym rynku FRA wynosiły 400-800 mln zł dla transakcji opartych na WIBOR 3M oraz 200 mln zł dla transakcji bazujących na WIBOR 6M. Z kolei standardowe wartości nominalne transakcji IRS nominowanych w złotych wynosiły: 200 mln zł dla swapów rocznych, 100 mln zł dla swapów dwuletnich oraz do 50 mln zł dla swapów o dłuższych pierwotnych terminach zapadalności. W operacjach IRS o pierwotnych terminach zapadalności do roku włącznie instrumentem bazowym był wskaźnik WIBOR 3M, natomiast w transakcjach o terminach zapadalności powyżej jednego roku – WIBOR 6M.

Tabela 5.4.4. Struktura terminowa transakcji IRS i FRA nominowanych w złotych w latach 2023–2024 (w %)

FRA	<1M	1-3M	3-6M	6-9M	>9M
2023	16,6	25,0	10,5	7,8	40,2
2024	17,0	18,9	12,0	10,7	41,4
IRS	<1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	>5Y
2023	15,6	25,0	16,5	30,4	12,4
2024	17,2	26,6	20,3	24,7	11,2

Uwagi: struktura według pierwotnych terminów zapadalności; przedziały są prawostronnie domknięte. Suma wartości z poszczególnych kolumn może nieznacznie różnić się od 100% ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Infrastruktura rynku

Na krajowym rynku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej warunki transakcji były uzgadniane przeważnie w elektronicznych systemach konwersacyjnych lub za pośrednictwem brokerów głosowych. Rzadziej zawierano transakcje przez telefon – metoda ta wykorzystywana była głównie w segmencie klientowskim.

Istotne znaczenie dla funkcjonowania krajowego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej miał obowiązek centralnego rozliczania niektórych klas tych instrumentów³²⁵. Ponad 75% nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS zawartych w 2024 r. na rynku krajowym stanowiły operacje rozliczane w CCP. Obserwowany w analizowanym okresie spadek odsetka transakcji rozliczanych centralnie (o około 5 pkt proc. w porównaniu z poprzednim rokiem) był związany z większą wartością transakcji realizowanych w ramach grupy kapitałowej, niektóre transakcje wewnątrzgrupowe nie podlegały bowiem obowiązkowi rozliczania w CCP. Mogło to wynikać ze wspomnianego przenoszenia przez niektóre międzynarodowe grupy finansowe jednostek odpowiedzialnych za zarządzanie ryzykiem stopy procentowej na rynku złotego do podmiotów z siedzibą w Polsce.

W przypadku transakcji realizowanych między podmiotami krajowymi korzystano często z usług KDPW_CCP, m.in. ze względu na bezpośredni dostęp tych podmiotów do systemu rozliczeń oraz możliwość ustanawiania zabezpieczeń w złotych i w krajowych obligacjach skarbowych. Na koniec 2024 r. członkami rozliczającymi KDPW_CCP w obszarze rozliczeń transakcji instrumentami pochodnymi OTC było siedemnaście krajowych instytucji finansowych aktywnych na rynku tych instrumentów w Polsce. Sześć spośród nich miało status generalnego członka rozliczającego, który pozwalał im na świadczenie usług rozliczeniowych na rzecz innych podmiotów. Zdecydowana większość nominowanych w złotych transakcji FRA i IRS zawieranych

³²⁵ Wspomnianym obowiązkiem objęte są nominowane w złotych transakcje FRA (o pierwotnych terminach zapadalności do 2 lat włącznie) oraz transakcje IRS *fixed-float* (tj. takie, w których zobowiązania jednej strony są naliczane według stopy stałej, a zobowiązania drugiej według stopy zmiennej, o terminach zapadalności do 10 lat włącznie).

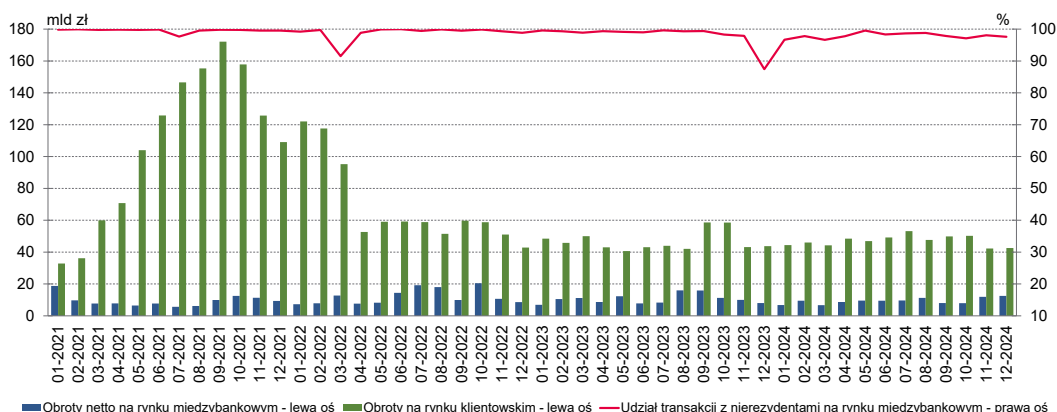
z nierezydentami (jak również część operacji między bankami krajowymi) była natomiast przekazywana, głównie za pośrednictwem banków zagranicznych, do rozliczenia przez izbę rozliczeniową zlokalizowaną w Londynie – LCH Ltd. Banki zagraniczne, które pełnią funkcję animatorów globalnego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej, preferują kierowanie transakcji do tej izby rozliczeniowej, ponieważ odnoszą one relatywnie duże korzyści z regularnego stosowania kompresji portfela przez tego CCP³²⁶. Transakcje nierezydentów wspomnianymi instrumentami były ponadto na mniejszą skalę rozliczane również przez amerykańską izbę rozliczeniową CME.

5.4.2.2. Walutowe instrumenty pochodne

Wielkość rynku

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji *forward* na kurs złotego spadły nieznacznie (o około 2%) w porównaniu z poprzednim rokiem i w 2024 r. wyniosły prawie 2,7 mld zł (wykres 5.4.6). Pomimo nieco mniejszej zmienności kursu złotego w analizowanym okresie operacje te nadal były często wykorzystywane przez przedsiębiorstwa niefinansowe, które w ten sposób zabezpieczały wartość przyszłych przepływów walutowych z tytułu prowadzonej przez siebie działalności operacyjnej. Instrumentów tych używały także niektóre niebankowe instytucje finansowe, które były zainteresowane w szczególności transakcjami terminowymi o najkrótszych terminach zapadalności, m.in. w celach spekulacyjnych.

Wykres 5.4.6. Miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji *forward* złotego w latach 2021–2024



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

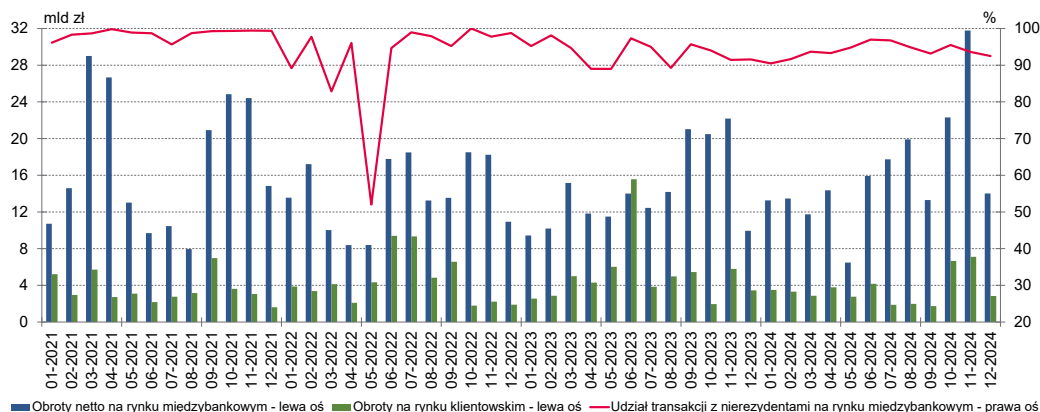
Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

³²⁶ Szerzej na temat tej metody potransakcyjnej redukcji ryzyka: *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2023 r.*, NBP, Warszawa 2024, ramka 5.4.1, s. 319–324.

Na krajowym rynku opcji walutowych na kurs złotego średnie dzienne obroty netto wyniosły ponad 0,9 mld zł i były bardzo zbliżone do zaobserwowanych rok wcześniej (wykres 5.4.7). Aktywność na tym rynku zależała głównie od popytu ze strony banków krajowych, które wykorzystywały te instrumenty m.in. do zabezpieczania się przed ryzykiem rynkowym wynikającym ze stopniowego przewalutowania portfela walutowych kredytów mieszkaniowych oraz ze strukturyzowanych produktów klientów z wbudowanymi opcjami walutowymi.

Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku transakcji CIRS z udziałem złotego w 2024 r. wyniosły około 0,77 mld zł i były o około 20% większe niż rok wcześniej (wykres 5.4.8). Wzrost wartości realizowanych operacji wynikał m.in. ze zwiększonego wykorzystania wspomnianych instrumentów przez wąskie grono podmiotów, które zawierały tego typu transakcje w celu zarządzania pozycją walutową w złotych na poziomie grupy, przy czym znaczna część tych transakcji była zawierana z podmiotami niebankowymi. Ponadto przewalutowanie części portfela walutowych kredytów mieszkaniowych w wyniku wyroków sądowych oraz zawierania ugód z klientami w przypadku niektórych podmiotów mogło skutkować koniecznością likwidacji nadmiernego zabezpieczenia (*overhedging*) pozycji bilansowych. Z tego względu niektóre banki preferowały bardziej elastyczny sposób zabezpieczania się przed wspomnianym ryzykiem rynkowym i decydowały się na przedterminowe niwelowanie pozycji walutowej z tytułu wcześniej zawartych transakcji CIRS przez zawarcie transakcji przeciwnych (o pierwotnych terminach zapadalności odpowiadających rezydualnym terminom zapadalności instrumentów).

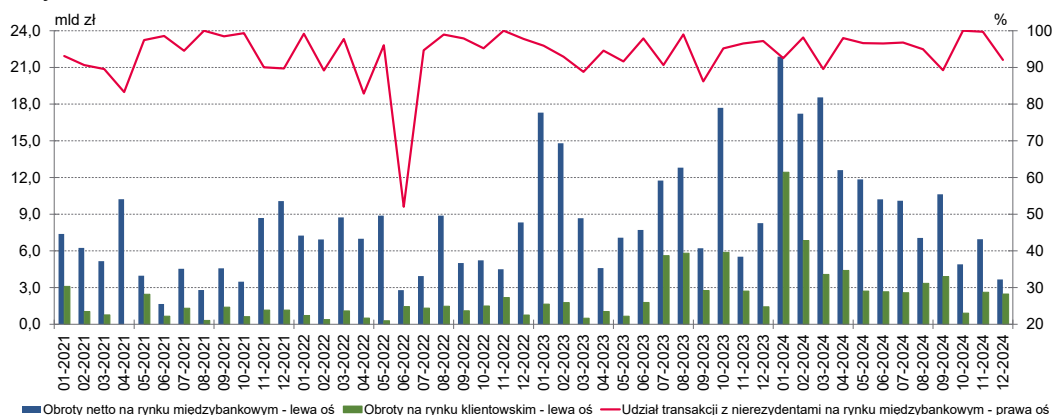
Wykres 5.4.7. Średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku złotych opcji walutowych według wartości nominalnej w latach 2021–2024



Uwagi: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości. W podanych wartościach uwzględniono kwoty nominalne każdej opcji wchodzącej w skład strategii.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Wykres 5.4.8. Średnie miesięczne obroty netto na krajowym rynku transakcji CIRS waluta obca/złoty w latach 2021–2024



Uwaga: w odniesieniu do transakcji między bankami rezydentami wyeliminowano efekt podwójnej sprawozdawczości.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Uczestnicy rynku

Krajowy rynek walutowych instrumentów pochodnych OTC charakteryzował się dużą koncentracją obrotów – w 2024 r. ponad 70% transakcji zostało zawartych przez pięć najbardziej aktywnych banków. Odmienne niż w przypadku instrumentów pochodnych OTC stopy procentowej, ważnymi uczestnikami rynku pozagiełdowych walutowych instrumentów pochodnych były zarówno przedsiębiorstwa niefinansowe, jak i fundusze inwestycyjne, które wykorzystywały transakcje oferowane przez banki m.in. do zabezpieczania wartości przyszłych przepływów finansowych i kosztów finansowania pozyskiwanego w walutach obcych.

Operacje z podmiotami niebankowymi były szczególnie istotne zwłaszcza na rynku transakcji *forward* na kurs złotego, gdzie stanowiły one ponad 83% wartości obrotów. Większość z nich była realizowana przez przedsiębiorstwa niefinansowe, dla których operacje te były prostym i łatwo dostępnym sposobem ograniczania ryzyka walutowego związanego z prowadzoną działalnością operacyjną. Fundusze inwestycyjne wykorzystywały te instrumenty zarówno do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym, związanym z przyszłą wartością środków zainwestowanych w aktywa zagraniczne, jak i w strategiach spekulacyjnych.

W przypadku opcji walutowych na kurs złotego przewaga obrotów na rynku międzybankowym w porównaniu z rynkiem klientowskim wynikała przede wszystkim z kupowania przez banki krajowe od banków zagranicznych serii opcji w celu zabezpieczania się przed ryzykiem rynkowym z tytułu części portfela kredytów mieszkaniowych w walutach obcych. Ponadto banki wykorzystywały opcje walutowe do ograniczania ryzyka rynkowego wynikającego ze sprzedaży klientom indywidualnym produktów inwestycyjnych, zawierających wbudowane instrumenty pochodne (głównie opcje). Wspomniane transakcje zabezpieczające były zawierane niemal wyłącznie z bankami zagranicznymi – udział operacji z niezydentami na rynku międzybankowym w 2024 r. wyniósł ponad 93%. W analizowanym okresie obserwowano

mniejsze zainteresowanie opcjami ze strony podmiotów niebankowych – ich udział w obrotach na krajowym rynku opcji walutowych wyniósł 18% i był o około 8 pkt proc. mniejszy niż rok wcześniej.

Rynek transakcji CIRS z udziałem złotego był zdominowany przez transakcje międzybankowe. Stanowiły one ponad 73% wartości obrotów na tym rynku, przy czym prawie wszystkie były przeprowadzane z bankami zagranicznymi. Brak bezpośredniego dostępu banków krajowych do płynności w walutach obcych oraz duże obciążanie limitów kredytowych przez transakcje CIRS ograniczały bowiem możliwości realizowania takich operacji z rezydentami. Na popyt krajowego sektora bankowego odpowiadały niektóre banki zagraniczne, zainteresowane pozyskiwaniem złotych, np. na inwestycje na krajowym rynku kapitałowym. W 2024 r. udział transakcji klientowskich w obrotach na krajowym rynku transakcji CIRS złotego wyniósł niecałe 27%. Zdecydowana większość z nich została zawarta z nierezydentami, głównie z zagranicznymi niebankowymi instytucjami finansowymi, które były zainteresowane finansowaniem w ten sposób swoich inwestycji nominowanych w złotych. Transakcje CIRS były również sporadycznie wykorzystywane przez krajowe przedsiębiorstwa niefinansowe do zabezpieczania się przed ryzykiem rynkowym z tytułu papierów dłużnych wyemitowanych na zagranicznych rynkach kapitałowych lub zaciągniętych kredytów walutowych.

Struktura rynku

W 2024 r. w strukturze terminowej obrotów na krajowym rynku transakcji *forward* na kurs złotego przeważały operacje o pierwotnych terminach zapadalności od tygodnia do trzech miesięcy włącznie (tabela 5.4.5). Spadek zmienności kursu złotego w 2024 r. w porównaniu z poprzednim rokiem przyczynił się do nieznacznego zmniejszenia się odsetka transakcji o pierwotnych terminach zapadalności nieprzekraczających tygodnia (z 27% do 24%), które zawierane były głównie w celach spekulacyjnych. Udział operacji o terminach powyżej trzech miesięcy w obrotach na tym rynku był nadal relatywnie niewielki (około 18%). W 2024 r. w strukturze walutowej obrotów na krajowym rynku transakcji *forward* złotego nie zaobserwowano istotnych zmian. Przeważały operacje wymiany złotego za euro, które odpowiadały za prawie 58% wartości wszystkich transakcji *forward*. Udział w obrotach na tym rynku drugiej najważniejszej pary walutowej, tj. USD/PLN, w analizowanym okresie nieznacznie wzrósł i wyniósł około 38% (w porównaniu z 36% w 2023 r.).

W 2024 r. w obrotach na krajowym rynku opcji na kurs złotego wyraźnie zwiększyło się znaczenie operacji o najkrótszych terminach zapadalności (tabela 5.4.10). Większość transakcji stanowiły opcje z terminem wykonania do miesiąca włącznie (wzrost o około 9 pkt proc. w porównaniu z poprzednim rokiem). W strukturze walutowej wyraźnie przeważały transakcje EUR/PLN, które odpowiadały za około 77% wartości obrotów, przy udziale transakcji USD/PLN wynoszącym około 22%. Przedmiotem handlu na krajowym rynku międzybankowym były przede wszystkim proste opcje typu europejskiego (*plain vanilla*) oraz zbudowane z nich portfele i strategie

opcyjne. Tylko nieliczne banki krajowe sporadycznie wystawiały i kupowały opcje egzotyczne na kurs złotego.

Tabela 5.4.5. Struktura terminowa obrotów na krajowym rynku walutowych instrumentów pochodnych na kurs złotego w latach 2023–2024

Transakcje <i>forward</i>	<1W	1W-1M	1-3M	3-12M	>12M
2023	26,9	36,8	19,2	12,0	5,0
2024	24,2	37,5	20,0	12,3	6,0
Opcje walutowe	<1M	1-3M	3-6M	6-12M	>12M
2023	42,2	20,0	12,2	13,1	12,5
2024	51,0	15,2	12,7	7,1	13,9
Transakcje CIRS	<1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	>5Y
2023	50,8	22,9	8,3	11,4	6,6
2024	53,6	22,6	9,6	11,8	2,4

Uwagi: struktura terminowa według pierwotnych terminów zapadalności; przedziały zapadalności są prawostronnie domknięte. Suma wartości z poszczególnych kolumn może nieznacznie różnić się od 100% ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: dane NBP pozyskane od banków najbardziej aktywnych na krajowym rynku finansowym.

Struktura terminowa transakcji CIRS w analizowanym okresie była zbliżona do tej obserwowanej rok wcześniej (tabela 5.4.5). Nadal przeważały operacje o pierwotnych terminach zapadalności do roku włącznie. Wynikało to głównie ze wspomnianej strategii zabezpieczania się przez niektóre banki przed ryzykiem kredytowym z tytułu walutowych kredytów mieszkaniowych na skutek stopniowej materializacji ryzyka prawnego dotyczącego tych aktywów oraz konieczności przewalutowania części z nich i niwelowania nadmiernego zabezpieczenia pozycji bilansowych przez przedterminowe zamykanie operacji CIRS. W 2024 r., podobnie jak w roku poprzednim, dominowały transakcje EUR/PLN, które odpowiadały za prawie 98% wartości transakcji.

Infrastruktura rynku

Zdecydowana większość transakcji *forward* realizowanych przez podmioty niebankowe z bankami krajowymi była zawierana bezpośrednio przez telefon lub z wykorzystaniem platform transakcyjnych udostępnianych klientom przez wspomniane banki (na których pełniły one funkcję jedyne go dostawcy płynności – tzw. *liquidity provider*). W przypadku rynku międzybankowego bezpośrednie metody zawierania transakcji wykorzystywano sporadycznie. Najpopularniejsze w tym segmencie rynku były elektroniczne platformy transakcyjne, umożliwiające zawieranie transakcji tylko z wybranym gronem kontrahentów (tzw. *disclosed venues*).

Na rynku opcji walutowych przeważały z kolei transakcje, których warunki były uzgadniane za pośrednictwem elektronicznych systemów konwersacyjnych, oraz transakcje zawierane bezpośrednio na platformach elektronicznych prowadzonych przez pojedyncze banki. Wspomniane metody zawierania transakcji prowadziły do stopniowego wypierania na rynku międzybankowym kanałów głosowych.

W przypadku operacji CIRS popularnym kanałem komunikacji były elektroniczne systemy konwersacyjne. Inaczej jednak niż w przypadku pozostałych walutowych instrumentów pochodnych istotny udział w obrotach na rynku międzybankowym miały operacje realizowane za pośrednictwem brokera głosowego oraz telefonu. Banki krajowe ustalały w ten sposób warunki dla prawie połowy tego typu transakcji.

Krajowe firmy inwestycyjne, w tym niektóre banki posiadające w swoich strukturach biura maklerskie, oferowały dostęp do internetowych platform transakcyjnych przeznaczonych m.in. dla klientów detalicznych, tzw. platform *forex*. Mogli oni na tych platformach nabywać lub sprzedawać kontrakty bez fizycznej dostawy walut (CFD), służące do spekulacji na zmiany kursów walutowych z wykorzystaniem dużej dźwigni finansowej. Wartość tych transakcji nie jest ujmowana w prezentowanych w tym rozdziale danych o obrotach na rynku instrumentów pochodnych OTC złotego.

5.4.3. Giełdowe instrumenty pochodne

Finansowe instrumenty pochodne są także przedmiotem obrotu na krajowym rynku regulowanym – Głównym Rynku GPW. W 2024 r. notowane na nim były kontrakty *futures* związane z rynkiem akcji i na kursy walutowe oraz opcje na indeks WIG20. W obrocie znajdowały się również produkty strukturyzowane, których wartość zależała od cen akcji, obligacji, surowców, kursów walut, stóp procentowych lub indeksów giełdowych (m.in. warranty opcyjne i certyfikaty strukturyzowane). Produkty te nie są jednak finansowymi instrumentami pochodnymi *sensu stricto*, a wartość zawartych nimi transakcji była niewielka. Rozliczanie transakcji instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW oraz prowadzenie systemu zabezpieczania płynności tych rozliczeń zapewniał kontrahent centralny – KDPW_CCP.

Według danych Futures Industry Association (FIA) w 2024 r. na światowych giełdach wolumen obrotów kontraktami *futures* i opcjami był największy w historii i wyniósł 205,3 mld (o około połowę więcej niż rok wcześniej)³²⁷. Był to siódmy rok z rzędu z rekordową liczbą zawartych kontraktów giełdowych. Wysoka dynamika tego wzrostu wynikała jednak głównie ze znacznego zwiększenia się wolumenu kontraktów na dwóch giełdach w Azji i tym samym niekoniecznie odzwierciedlała ogólne tendencje na światowych giełdach instrumentów pochodnych³²⁸. Do najważniejszych czynników kształtujących w analizowanym okresie aktywność inwestorów na tych rynkach można zaliczyć:

- spadek oczekiwań inflacyjnych i zróżnicowane przewidywania uczestników rynku dotyczące kształtowania się stóp procentowych w przyszłości,

³²⁷ Dane Futures Industry Association dostępne na stronie: <https://www.fia.org/etd-volume-reports>.

³²⁸ W 2024 r. wolumen obrotów kontraktami *futures* i opcjami na giełdach National Stock Exchange of India i Bombay Stock Exchange odpowiadał za ponad 75% globalnych obrotów tymi instrumentami.

- mniejszą niż w poprzednich latach zmienność cen instrumentów bazowych na rynkach światowych (co ograniczało potencjalne zyski z transakcji o charakterze spekulacyjnym),
- umiarkowany wzrost gospodarczy i poziom awersji do ryzyka wśród inwestorów, którym towarzyszyły wzrosty cen na największych rynkach giełdowych.

W skali globalnej inwestorzy byli zainteresowani w szczególności instrumentami związanymi z rynkiem akcji: zgodnie z danymi FIA ich udział w wolumenie wszystkich giełdowych kontraktów pochodnych zwiększył się z 81,9% w 2023 r. do 89,5% w 2024 r. Z kolei obroty instrumentami walutowymi były o ponad połowę niższe niż w poprzednim roku, co przełożyło się na spadek ich udziału w globalnym wolumenie do 1,4%. Do tych zmian przyczyniły się wspomniane wzrosty cen instrumentów udziałowych na światowych giełdach oraz mniejsza zmienność cen na rynkach bazowych. W porównaniu z 2023 r. zaobserwowano nieco większą liczbę kontraktów pochodnych stopy procentowej, co było związane ze zróżnicowanymi oczekiwaniami uczestników rynku odnośnie do sposobu prowadzenia polityki pieniężnej w największych gospodarkach świata. Niemniej jednak udział tych instrumentów w globalnym wolumenie giełdowych kontraktów pochodnych w analizowanym okresie zmniejszył się do 3,4%.

Tabela 5.4.6. Wolumen obrotów kontraktami terminowymi na wybrane indeksy giełdowe w Europie w latach 2021–2024 (w mln kontraktów)

Indeks bazowy	Giełda	2021	2022	2023	2024
EURO STOXX 50	Eurex	223,9	285,4	245,8	205,9
FTSE 100	ICE Europe	42,2	45,1	42,0	36,1
OMX Stockholm 30	Nasdaq Nordic	33,0	40,1	34,4	31,1
CAC 40	Euronext	23,7	25,8	21,4	18,3
DAX	Eurex	16,9	18,9	16,5	11,9
SMI	Eurex	9,7	10,4	9,1	8,3
WIG20	GPW	5,4	9,3	8,7	8,0
AEX	Euronext	6,2	7,1	5,1	3,5
FTSE MIB	IDEM	5,1	6,0	5,0	4,5
IBEX 35	MEFF	5,3	5,4	4,6	4,5

Uwaga: dla kontraktów terminowych na indeksy FTSE 100, OMX Stockholm 30 i FTSE MIB, z uwagi na brak danych, jako przybliżenie wolumenu obrotów tymi kontraktami wskazano wolumen obrotów wszystkimi notowanymi na danej giełdzie kontraktami na indeksy akcji.

Źródło: Eurex, Euronext, GPW, Borsa Italiana, IDEM, MEFF, Nasdaq Nordic.

Wzrost aktywności na rynkach giełdowych instrumentów pochodnych w 2024 r. był silnie zróżnicowany geograficznie – w regionie Azji i Pacyfiku wolumen kontraktów zwiększył się o 63,5%, natomiast w Ameryce Północnej i w Europie, odpowiednio, o 10,6% i 14,5%. Na giełdach europejskich (w tym na GPW) w segmencie obrotów kontraktami *futures* na główne indeksy rynku akcji obserwowano w tym czasie, podobnie jak rok wcześniej, umiarkowane spadki wolumenu (tabela 5.4.6). Kontrakty *futures* na indeks WIG20 pod względem wolumenu nadal zajmowały odległą pozycję wśród oferowanych przez giełdy europejskie kontraktów terminowych na indeksy akcji, mimo że ich wartość nominalna była wyraźnie mniejsza niż w przypadku instrumentów pochodnych na główne indeksy akcji innych giełd europejskich. W skali globalnej transakcje

kontraktami *futures* i opcjami na GPW w 2024 r. stanowiły zaledwie 0,01% wolumenu obrotów tymi instrumentami (62. miejsce w opracowanym przez FIA zestawieniu światowych giełd).

5.4.3.1. Instrumenty pochodne związane z rynkiem akcji

W ofercie GPW w 2024 r. znajdowały się kontrakty *futures* na akcje spółek, indeksy WIG20 i mWIG40 oraz na makroindeksy: WIG.GAMES5, WIG.MS-FIN i WIG.MS-BAS, jak również opcje europejskie na indeks WIG20.

Wielkość rynku

W analizowanym okresie wolumen obrotów instrumentami pochodnymi związanymi z rynkiem akcji na warszawskiej giełdzie zmniejszył się o 5,3% w porównaniu z poprzednim rokiem, natomiast średnia dzienna wartość transakcji wzrosła w tym okresie o 9,8% (tabela 5.4.7). Spadek wolumenu kontraktów mógł być spowodowany, podobnie jak w przypadku innych giełd europejskich, mniejszą niż w poprzednich latach zmiennością cen instrumentów bazowych. Mogło to być związane m.in. ze słabszym niż w poprzednich latach wpływem sytuacji geopolitycznej (w tym trwającej agresji Rosji na Ukrainę oraz konfliktem na Bliskim Wschodzie) na decyzje inwestycyjne uczestników rynku. Z kolei obserwowane w 2024 r. wzrosty cen instrumentów udziałowych notowanych na GPW mogły przyczynić się do zwiększenia wartości transakcji pochodnych zawieranych na tym rynku.

Tabela 5.4.7. Wielkość rynku instrumentów pochodnych GPW związanych z rynkiem akcji w latach 2023–2024

	2023			2024		
	wartość obrotów (w tys. zł) ¹	roczny wolumen obrotów	liczba otwartych pozycji ²	wartość obrotów (w tys. zł) ¹	roczny wolumen obrotów	liczba otwartych pozycji ²
<i>Futures</i> na WIG20	1 392 891	8 666 750	73 675	1 527 860	8 032 914	59 697
<i>Futures</i> na mWIG40	13 304	66 840	3 695	16 646	66 941	3 113
<i>Futures</i> na inne indeksy	84	1 034	93	96	846	32
<i>Futures</i> na akcje spółek	39 398	1 316 175	23 142	45 889	1 456 793	41 474
Opcje na WIG20	20 497	259 961	7 434	20 058	211 601	7 265
Ogółem	1 466 173	10 310 760	108 039	1 610 549	9 769 095	111 581

¹ Średnia dzienna wartość obrotów liczona według kursu zamknięcia instrumentu bazowego, obejmująca transakcje sesyjne i pakietowe.

² Liczba otwartych pozycji na koniec roku.

Uwaga: suma wartości z poszczególnych wierszy może nieznacznie różnić się od wartości w kategorii ogółem ze względu na zaokrąglenia.

Źródło: GPW.

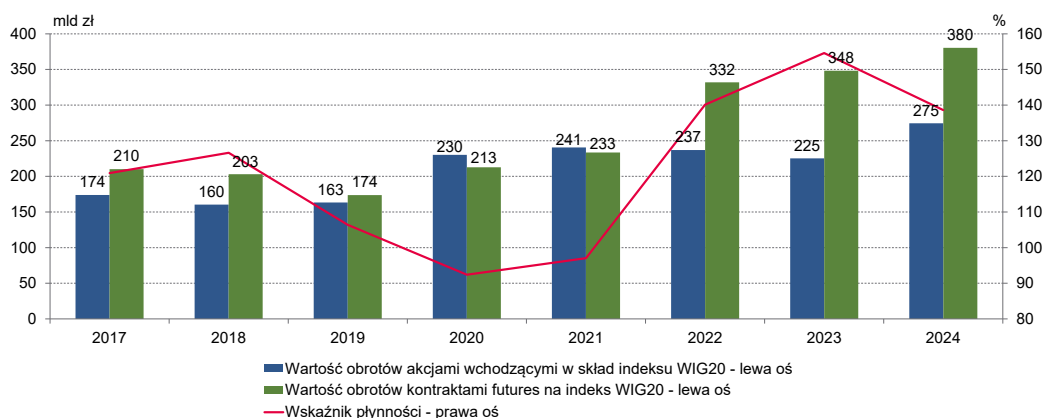
Najbardziej płynnymi instrumentami pochodnymi notowanymi na GPW pozostawały kontrakty *futures* na indeks WIG20. Podobnie jak rok wcześniej ich udział w wartości obrotów wszystkimi instrumentami pochodnymi związanymi z rynkiem akcji w 2024 r. wyniósł 94,9% (95,0% w 2023 r.). Średnia dzienna wartość obrotów tymi kontraktami była większa o 9,7% w porównaniu

z poprzednim rokiem, jednak średni wolumen obrotów na sesję spadł o 6,9%. Tak jak w 2023 r. na rynku kontraktów *futures* na indeks WIG20 działało 12 animatorów. Większa konkurencja, oznaczająca węższe spready w kwotowaniach oraz wyższe wartości oczekujących zleceń, mogłaby w przyszłości przełożyć się na mniejszy koszt zawierania transakcji, co sprzyjałoby napływowi nowych inwestorów lub zwiększaniu aktywności dotychczasowych uczestników rynku.

Przeciętnie większe obroty kontraktami *futures* na indeks WIG20 obserwowane były przeważnie w miesiącach wygasania ich kolejnych serii – największe wolumeny kontraktów w 2024 r. zaobserwowano w marcu, czerwcu i wrześniu (odpowiednio, 12,7%, 10,9% i 10,2% rocznego wolumenu). Zróżnicowane oczekiwania inwestorów odnośnie do rozwoju sytuacji gospodarczej (wynikające m.in. z niepewności związanej z wojną w Ukrainie, rosnącego poziomu zadłużenia publicznego oraz odmiennych przewidywań dotyczących zmian stóp procentowych przez najważniejsze banki centralne) zachęcały uczestników rynku terminowego do zawierania transakcji spekulacyjnych oraz stwarzały okazje do realizowania operacji arbitrażowych z wykorzystaniem kontraktów *futures* na wspomniany indeks.

W 2024 r. wskaźnik płynności dla kontraktów *futures* na indeks WIG20 zmniejszył się ze 154,6% do 138,6% (wykres 5.4.9), przede wszystkim ze względu na relatywnie silniejszy wzrost wartości obrotów akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu bazowego w porównaniu ze zwiększeniem się wartości obrotów wspomnianymi instrumentami pochodnymi. Spread *bid-ask* w kwotowaniach kontraktów z serii o najbliższym terminie wygaśnięcia, na których koncentrowała się aktywność inwestorów, najczęściej wynosił 1–2 pkt indeksowe. Przy średnim poziomie indeksu WIG20 w 2024 r. (około 2369 pkt) oznaczało to 4–8 pkt baz.

Wykres 5.4.9. Obroty kontraktami *futures* na indeks WIG20 i akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu w latach 2017–2024



Uwaga: wskaźnik płynności liczony jest jako relacja wartości obrotów kontraktami *futures* na indeks WIG20 do wartości obrotów akcjami wchodzącymi w skład tego indeksu.

Źródło: GPW.

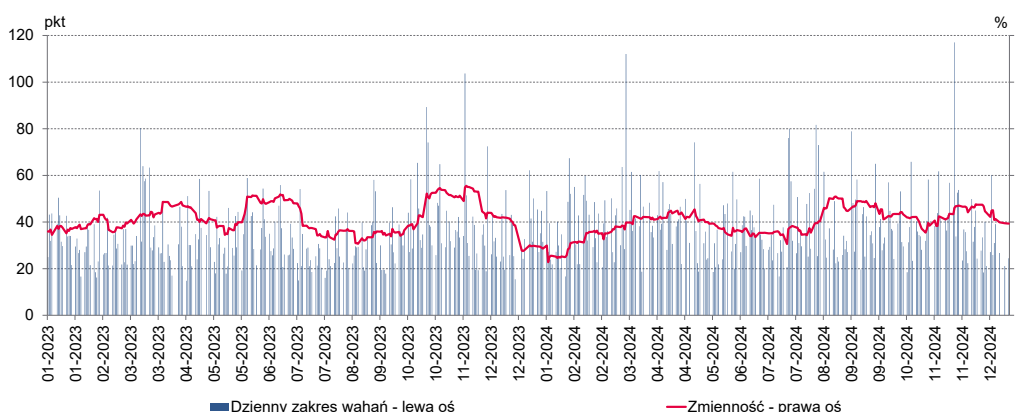
Wolumen obrotów na rynku kontraktów *futures* na indeks mWIG40 w analizowanym okresie wzrósł o zaledwie 0,2% (tabela 5.4.7). Z kolei wartość obrotów tymi kontraktami zwiększyła się

o prawie 25% ze względu na odnotowany w 2024 r. umiarkowany wzrost indeksu bazowego. Funkcję animatora tego rynku pełniły te same trzy podmioty, co w roku poprzednim.

Zainteresowanie inwestorów kontraktami *futures* na makroindeksy w 2024 r. pozostało znikome. Na rynku kontraktów terminowych na akcje pojedynczych spółek obserwowano w analizowanym okresie zwiększenie się wolumenu obrotów o 10,7%, któremu towarzyszył nieco silniejszy wzrost wartości obrotów (o 16,0%). Na koniec analizowanego okresu w obrocie na GPW znajdowało się 129 serii kontraktów na akcje 43 spółek, w tym wszystkich podmiotów wchodzących w skład indeksu WIG20. Uczestnicy rynku koncentrowali aktywność na niewielkiej liczbie instrumentów, przeważnie kontraktów *futures* na akcje największych spółek z Głównego Rynku GPW. Świadczą o tym wskaźniki CR3 i CR5, które w 2024 r. wyniosły, odpowiednio, 46,9% i 62,9%.

Na koniec grudnia 2024 r. w obrocie znajdowało się 226 serii opcji na indeks WIG20. Pomimo zbliżonej do obserwowanej w poprzednim roku zmienności indeksu bazowego (wykres 5.4.10) w 2024 r. odnotowano spadek wolumenu obrotów tymi instrumentami o 17,3%. W takich warunkach przeciętnie wyższy poziom indeksu WIG20 mógł przyczynić się do obserwowanego w analizowanym okresie spadku wartości obrotów wspomnianymi opcjami o jedynie 2,5%. Płynność rynku nadal była największa dla serii opcji o krótkim terminie wygaśnięcia i jednocześnie niskim prawdopodobieństwie wykonania (*out-of-the-money*), co było związane z ich niższą ceną. Zainteresowanie inwestorów pozostałymi seriami opcji na indeks WIG20 było niewielkie. W arkuszach zleceń dotyczących tych instrumentów znajdowało się niewiele ofert, co powodowało, że spready *bid-ask* były relatywnie szerokie.

Wykres 5.4.10. Zmienność historyczna i zakres wahań indeksu WIG20 w latach 2023–2024



Uwaga: annualizowana zmienność 30-dniowa.

Źródło: Bloomberg.

Uczestnicy rynku

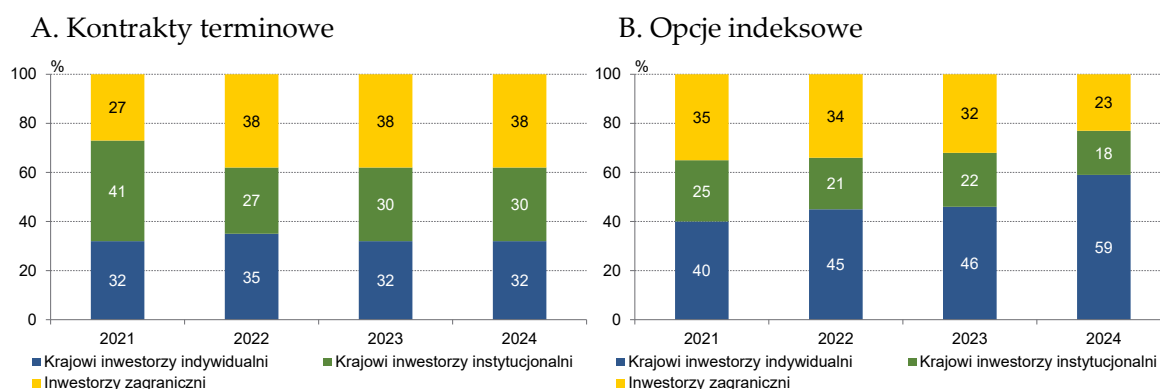
W 2024 r. najważniejszą kategorią uczestników rynku kontraktów terminowych związanych z rynkiem akcji GPW byli inwestorzy zagraniczni (wykres 5.4.11), którzy, tak samo jak

w poprzednim roku, odpowiadali za 38% wartości tych transakcji³²⁹. Mogło to wynikać z utrzymującej się wśród inwestorów niepewności dotyczącej polskiej gospodarki, skłaniającej inwestorów zagranicznych do aktywności spekulacyjnej zarówno na bazowym rynku akcji notowanych na GPW, jak i rynku kontraktów *futures*.

Udział inwestorów indywidualnych we wspomnianym wolumenie obrotów nie zmienił się w porównaniu z poprzednim rokiem, przez co po raz kolejny ukształtował się na najniższym poziomie w historii funkcjonowania GPW (32%). Takie samo jak w 2023 r. pozostało również znaczenie transakcji realizowanych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych – ich udział w wolumenie obrotów ukształtował się na poziomie 30%. Wśród tej grupy inwestorów 58% wolumenu transakcji generowali animatorzy rynku, natomiast przedsiębiorstwa niefinansowe zaledwie 11%. Aktywność krajowych funduszy inwestycyjnych pozostała niewielka, pomimo funkcjonowania współorganizowanego przez GPW i KDPW_CCP programu wspierania płynności High Volume Funds (HVF).

Najwięcej transakcji na rynku opcji indeksowych w 2024 r., podobnie jak w poprzednich latach, zawarli inwestorzy indywidualni – ich udział w wolumenie obrotów na tym rynku znacznie wzrósł w porównaniu z 2023 r. i wyniósł 59%. Udział inwestorów zagranicznych we wspomnianym wolumenie istotnie spadł (do 23%), natomiast zaangażowanie krajowych inwestorów instytucjonalnych (w zdecydowanej większości animatorów rynku) było o 4 pkt proc. niższe niż rok wcześniej.

Wykres 5.4.11. Struktura inwestorów na rynku instrumentów pochodnych na GPW w latach 2021–2024, według wolumenu obrotów



Źródło: GPW.

³²⁹ Dane na temat udziałów inwestorów w obrotach kontraktami terminowymi na GPW obejmują również walutowe kontrakty *futures*. Niemniej ze względu na istotnie niższy udział tych instrumentów w wolumenie obrotów prezentowane dane dobrze odzwierciedlają strukturę uczestników rynku kontraktów terminowych związanych z rynkiem akcji.

5.4.3.2. Walutowe instrumenty pochodne

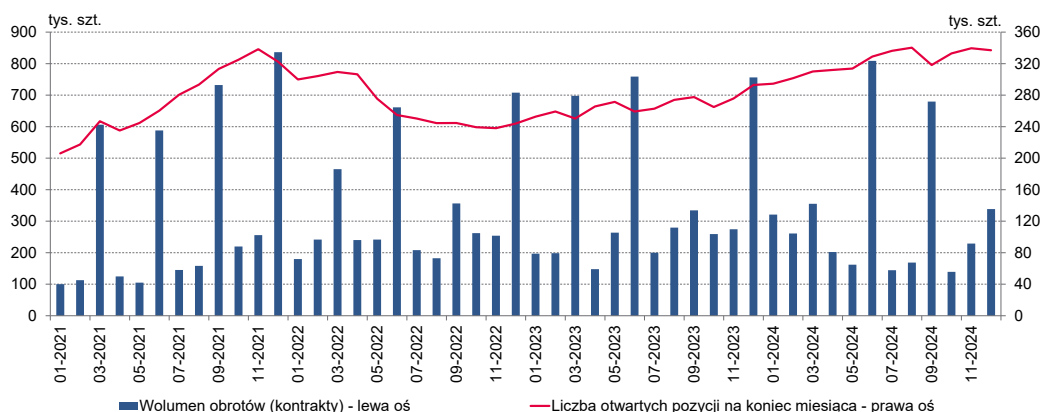
W 2024 r. w obrocie na GPW znajdowały się walutowe kontrakty *futures* na kursy USD/PLN, EUR/PLN, CHF/PLN oraz GBP/PLN. Wszystkie były kontraktami bez fizycznej dostawy walut obcych.

Wielkość rynku

Wolumen obrotów walutowymi kontraktami *futures* notowanymi na GPW w 2024 r. zmniejszył się o 12,8% w porównaniu z poprzednim rokiem i wyniósł 3,8 mln (wykres 5.4.12). Większy spadek wartości obrotów tymi kontraktami (o 17,1%) mógł być związany ze znaczną aktywnością inwestorów we wrześniu, kiedy miała miejsce aprecjacja złotego względem dolara amerykańskiego. Spadek zmienności kursów USD/PLN i EUR/PLN mógł również ograniczać wzrost wolumenu obrotu tymi kontraktami ze względu na potencjalnie niższy zysk z działalności spekulacyjnej.

W przeciwieństwie do krajowego rynku OTC w strukturze walutowej obrotów na rynku terminowym GPW w 2024 r. niezmiennie dominowała para USD/PLN, która odpowiadała za 80,2% wartości wszystkich transakcji walutowych kontraktami *futures*. Było to związane m.in. z utrzymującą się większą zmiennością kursu USD/PLN niż kursu EUR/PLN. Podobnie jak w poprzednim roku średnia wartość pojedynczej transakcji walutowymi kontraktami *futures* wyniosła 16,4 tys. jednostek waluty bazowej (w porównaniu z 16,5 tys. w 2023 r.). Mimo że GPW od 2018 r. organizuje program zachęt dla animatorów walutowych kontraktów *futures* (SuperAnimator), funkcję taką w 2024 r. ciągle pełniły tylko dwa podmioty maklerskie.

Wykres 5.4.12. Walutowe kontrakty *futures* na GPW w latach 2021–2024



Źródło: GPW.

Uczestnicy rynku

Głównymi uczestnikami krajowego rynku walutowych kontraktów *futures* byli inwestorzy indywidualni o nastawieniu spekulacyjnym, dysponujący zazwyczaj mniejszymi środkami finansowymi niż uczestnicy rynku dokonujący większych operacji spekulacyjnych na

internetowych platformach transakcyjnych prowadzonych przez krajowe i zagraniczne firmy inwestycyjne (tzw. platformy *forex*). Na takich platformach dostępnych jest więcej instrumentów, a spready *bid-ask* w kwotowaniach kursów są przeciętnie węższe niż na Głównym Rynku GPW. Jednak ze względu na wymogi dla rynku regulowanego oraz rozliczanie transakcji w KDPW_CCP obrót kontraktami na GPW był bardziej przejrzysty i bezpieczniejszy.

Małe zainteresowanie przedsiębiorstw zabezpieczaniem się przed ryzykiem walutowym z wykorzystaniem instrumentów pochodnych notowanych na GPW wynikało przede wszystkim z konkurencyjnej oferty rynku OTC, w tym elektronicznych platform transakcyjnych udostępnianych przez banki. Oferta ta pozwalała na dokładne dopasowanie kwot oraz terminów zapadalności transakcji zabezpieczających do wartości i terminów rozrachunku należności (zobowiązań) handlowych nominowanych w walutach obcych.

6. Perspektywy akcji kredytowej

W tej części opracowania przedstawiono wyniki prognoz dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, konsumpcyjnych, mieszkaniowych (złotowych) oraz kredytów udzielonych podmiotom sektora niefinansowego ogółem w okresie III kw. 2025 r. – IV kw. 2027 r. Horyzont prognozy jest zgodny z horyzontem projekcji z modelu NECMOD. Prognozy przygotowano z wykorzystaniem modeli wektorowej korekty błędem (*Vector Error Correction Model* – VECM). Scenariusz prognoz ma w tej klasie modeli charakter autoregresyjny i jest oparty wyłącznie na historycznych wartościach analizowanych zmiennych. Podejście takie umożliwia wykorzystanie mechanizmu zbieżności prognozowanych kategorii do średniej w długim okresie, co przekłada się na ograniczenie przeciętnego błędu prognozy. Zastosowane ujęcie pozwala również na ocenę niepewności *ex-ante* co do możliwych kierunków rozwoju analizowanych kategorii przez uwzględnienie elementów probabilistycznych w prowadzonych analizach.

Po okresie podwyższonej zmienności podstawowych kategorii makroekonomicznych spowodowanej pandemią COVID-19, agresją Rosji na Ukrainę oraz wysoką inflacją, polska gospodarka weszła w fazę stabilizacji, która będzie kontynuowana w horyzoncie prognozy. Zgodnie z przewidywaniami NBP zawartymi w lipcowej edycji *Raportu o inflacji* w całym analizowanym horyzoncie czasowym ścieżka centralna projekcji inflacji zawiera się w przedziale dopuszczalnych odchyłeń od celu inflacyjnego, a w 2027 r. osiąga cel inflacyjny (2,5%). W związku ze stabilizacją dynamiki cen RPP trzykrotnie obniżyła stopy procentowe NBP (w okresie od maja do września 2025 r.). Wobec oczekiwanej kontynuacji procesu dezinflacji modele wykorzystane do opracowania prognoz dynamiki akcji kredytowej wskazują na możliwość dalszego ograniczenia stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej w horyzoncie prognozy. Ewentualny odmienny przebieg akcji kredytowej w prognozowanych kategoriach może się jednak brać z innego niż wynikające z modeli kształtowania się zmiennych makroekonomicznych i związanych z tym działań RPP.

Zgodnie z lipcową projekcją z modelu NECMOD stabilizacji tempa zmiany cen towarzyszy powrót tempa wzrostu PKB do około 3,5% r/r w 2026 r. oraz jego nieznaczne wyhamowanie do około 2,5% r/r w 2027 r. Oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego w drugiej części horyzontu prognozy będzie w głównej mierze spowodowane spadkiem napływu funduszy UE w związku z zakończeniem perspektywy budżetowej oraz zakończeniem wydatkowania środków w ramach Krajowego Planu Odbudowy (KPO). Pomimo nieco mniej optymistycznych przewidywań dotyczących kształtowania się koniunktury gospodarczej w drugiej części horyzontu prognozy zjawiska o charakterze makroekonomicznym nie stanowią istotnego czynnika ryzyka prezentowanej prognozy dynamiki akcji kredytowej.

Innym czynnikiem mającym wpływ na niepewność prognoz dynamiki akcji kredytowej przygotowanych w bieżącej edycji jest podjęta przez administrację prezydenta Donalda Trumpa

próba przebudowy polityki handlowej i gospodarczej prowadzonej przez Stany Zjednoczone wobec głównych partnerów, w tym Unii Europejskiej i Chin. W okresie od stycznia do kwietnia 2025 r. administracja amerykańska wprowadziła dla na szereg towarów importowanych w celu ochrony konkurencyjności producentów krajowych. W konsekwencji tych działań w lipcu 2025 r. podpisano nową umowę regulującą wymianę handlową między państwami członkowskimi UE a Stanami Zjednoczonymi. Przyjęte rozwiązanie umożliwiło redukcję barier handlowych w stosunku do poziomu ustalonego przez stronę amerykańską w styczniu i kwietniu 2025 r., co powinno przełożyć się na ograniczenie negatywnych skutków tej polityki dla koniunktury gospodarczej krajów unijnych. Niemniej jednak osiągnięte porozumienie może prowadzić do wystąpienia długookresowych procesów dostosowawczych, których skali i dolegliwości nie da się w pełni oszacować.

Zmiany polityki handlowej mogą w długim okresie ograniczać perspektywy wzrostu produkcji i prowadzić do spadku popytu na kredyty dla przedsiębiorstw, a w przypadku wzrostu cen dóbr importowanych również na kredyty konsumpcyjne. Choć Stany Zjednoczone nie należą do najważniejszych partnerów handlowych Polski, to jak wskazują szacunki zaprezentowane w marcowej edycji *Raportu o inflacji* wiele polskich produktów (jako komponenty dóbr finalnych) podlega reeksportowi do Stanów Zjednoczonych przez inne kraje, co może prowadzić do większego wpływu decyzji dotyczących polityki handlowej i gospodarczej Stanów Zjednoczonych na stan koniunktury w Polsce, niż wynika to z tradycyjnych statystyk handlowych.

Istotne znaczenie dla perspektyw polskiej gospodarki ma również prawdopodobne zwiększenie przez państwa członkowskie UE wydatków na obronność i inwestycji w przemysł zbrojeniowy. Wzrost polskich inwestycji w sektorze obronnym może skutkować nasileniem popytu na kredyt w sektorze przedsiębiorstw i wyższym niż oczekiwany w bieżącej edycji prognozy przebiegiem dynamiki akcji kredytowej.

Prezentowane w dalszej części opracowania prognozy zostały przygotowane z uwzględnieniem danych obejmujących I półrocze 2025 r. Należy przyjmować je z uwzględnieniem sformułowanych ogólnych uwag dotyczących czynników ryzyka, mogących mieć wpływ na faktyczny przebieg procesów gospodarczych w analizowanym okresie.

6.1. Kredyty dla przedsiębiorstw

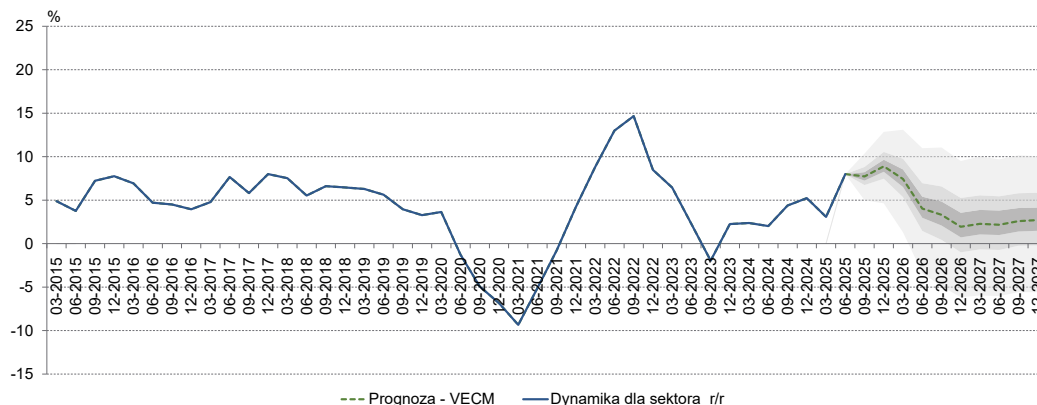
Po obserwowanym od III kw. 2022 r. do III kw. 2023 r. spadku dynamiki akcji kredytowej w sektorze przedsiębiorstw, w 2024 r. oraz w I połowie 2025 r. nastąpiła stopniowa odbudowa dynamiki kredytów w tej kategorii, do poziomu 8% r/r w II kw. 2025 r. W bieżącej edycji prognozy oczekiwane jest dalsze zwiększenie zapotrzebowania na kredyt dla przedsiębiorstw, związane z zaspokojeniem odroczonego popytu, który został wyzwolony przez redukcję stóp procentowych. Przy założeniu kontynuacji ich obniżek popyt ten powinien się utrzymać do końca I kw. 2026 r. W kolejnych kwartałach dynamika stopniowo powróci do wartości obserwowanych w 2024 r. oraz w latach 2015–2020, co pokrywa się z przewidywaniami dotyczącymi spadku dynamiki PKB w następstwie zakończenia napływu funduszy z KPO, sformułowanymi w ramach projekcji z modelu NECMOD (tabela 6.1.1, wykres 6.1.1).

Tabela 6.1.1. Prognoza dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
Prognoza - kredyty dla przedsiębiorstw	7,73%	8,89%	7,44%	4,04%	3,31%	1,94%	2,27%	2,17%	2,59%	2,70%

Źródło: NBP.

Wykres 6.1.1. Prognoza dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2025 r.



Uwaga: dynamika wyznaczona po oczyszczeniu wartości kredytów z wpływu zmian kursu walutowego.
Źródło: NBP.

W odniesieniu do wyznaczonych na podstawie przedziałów ufności prawdopodobieństw wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej w kolejnych okresach prognozy (tabela 6.1.2) można stwierdzić, że niemal w całym horyzoncie prognozy brak jest podstaw, aby oczekiwać wzrostu dynamiki akcji kredytowej powyżej poziomu obserwowanego w II kw. 2025 r. Tendencja ta ulega

wzmocnieniu w drugiej części horyzontu prognozy, w miarę wygasania efektów zmian stóp procentowych oraz stabilizacji tempa zmian PKB.

Model charakteryzuje stosunkowo dużą niepewność wyników, związana z dużą zmiennością analizowanych kategorii ekonomicznych w latach 2020–2023, bezpośrednio poprzedzających przygotowanie prognozy. Przekłada się to na znaczny rozrzut wartości skrajnych. Przeprowadzona analiza niepewności oszacowań pozwala stwierdzić, przy 95% przedziale ufności, że maksymalne oczekiwane tempo wzrostu dynamiki akcji kredytowej w horyzoncie prognozy może osiągnąć 13,1% r/r (w I kw. 2026 r.). Jednocześnie w drugiej części horyzontu prognozy utrzymuje się istotne prawdopodobieństwo wystąpienia ujemnej dynamiki akcji kredytowej. Osiąga ono maksimum na poziomie 0,28 w IV kw. 2026 r., a następnie stabilizuje się na poziomie około 0,2 na końcu horyzontu prognozy. Spadki rozmiarów udzielonego kredytu mogą sięgać –6,1% r/r w IV kw. 2026 r. Dominującym przedziałem, w którym powinna się kształtować dynamika akcji kredytowej po II kw. 2026 r., jest 2–4% r/r.

Tabela 6.1.2. Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw w kolejnych okresach prognozy względem wartości obserwowanych w II kw. 2025 r. – model VECM – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
Wzrost	0,418	0,705	0,429	0,128	0,109	0,055	0,072	0,062	0,075	0,078
Spadek	0,582	0,295	0,571	0,872	0,891	0,945	0,928	0,938	0,925	0,922

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.

Źródło: NBP.

Tabela 6.1.3. Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
>14	0,000	0,006	0,011	0,003	0,004	0,002	0,001	0,002	0,002	0,002
12-14	0,000	0,054	0,042	0,009	0,010	0,005	0,007	0,005	0,005	0,006
10-12	0,048	0,224	0,124	0,032	0,030	0,012	0,017	0,015	0,020	0,017
8-10	0,369	0,420	0,252	0,085	0,064	0,036	0,046	0,041	0,048	0,053
6-8	0,506	0,238	0,294	0,156	0,135	0,094	0,100	0,100	0,110	0,110
4-6	0,062	0,040	0,183	0,235	0,197	0,158	0,167	0,169	0,173	0,180
2-4	0,013	0,012	0,062	0,234	0,217	0,206	0,217	0,214	0,225	0,225
0-2	0,002	0,005	0,019	0,141	0,173	0,205	0,193	0,202	0,197	0,192
<0	0,000	0,001	0,015	0,105	0,170	0,282	0,252	0,252	0,220	0,215

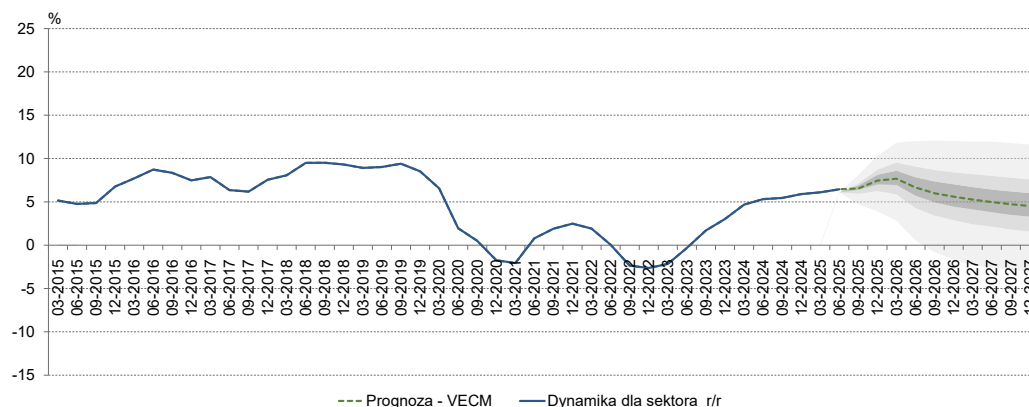
Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.

Źródło: NBP.

6.2. Kredyty konsumpcyjne

Od czerwca 2023 r. w segmencie kredytów konsumpcyjnych obserwowano stopniową odbudowę akcji kredytowej do poziomu zbliżonego do długookresowej średniej (około 7% r/r). Model prognostyczny przewiduje dalszy wzrost dynamiki akcji kredytowej (o około 1,9 pkt proc.), trwający do I kw. 2026 r. (tabela 6.2.1 i wykres 6.2.1). W kolejnych kwartałach tendencja ta ulegnie osłabieniu, a dynamika akcji kredytowej ostatecznie osiągnie 4,5% w IV kw. 2027 r.

Wykres 6.2.1. Prognoza dynamiki kredytów konsumpcyjnych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2025 r.



Źródło: NBP.

Obserwowane przyspieszenie dynamiki akcji kredytowej nosi znamiona realizacji popytu wyrównawczego. Popyt ten jest motywowany chęcią szybkiego odtworzenia przez gospodarstwa domowe zasobu dóbr codziennego użytku, co było utrudnione w warunkach osłabienia koniunktury gospodarczej w czasie pandemii COVID-19 i następującego bezpośrednio po niej okresu restrykcyjnej polityki pieniężnej, realizowanej od 2022 r. Wygaszenie tego motywu po II kw. 2026 r. spowoduje stopniowy powrót dynamiki akcji kredytowej do długookresowej średniej.

Tabela 6.2.1. Prognoza dynamiki kredytów konsumpcyjnych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
Prognoza – kredyty konsumpcyjne	6,55%	7,46%	7,67%	6,65%	6,00%	5,60%	5,26%	4,97%	4,73%	4,52%

Źródło: NBP.

Przez pierwszą połowę horyzontu prognozy model przewiduje kształtowanie się dynamiki kredytów konsumpcyjnych powyżej wartości obserwowanej w II kw. 2025 r. Tendencja ta ulega osłabieniu po III kw. 2026 r. W kolejnych kwartałach przeważa prawdopodobieństwo kształtowania się dynamiki akcji kredytowej poniżej jej wartości z II kw. 2025 r., a tendencja ta ulega nieznacznemu wzmocnieniu w końcówce prognozy (tabela 6.2.2).

Wyniki prognoz cechują się istotną niepewnością, wynikającą z dynamicznych zmian analizowanych kategorii w latach 2020–2023, poprzedzających opracowanie prognozy. Analiza pozwala stwierdzić, że przy 95% przedziale ufności tempo zmian kredytów konsumpcyjnych powinno zawierać się w przedziale od –3,5% r/r do 12,0% r/r. Od IV kw. 2025 r. dominuje prawdopodobieństwo kształtowania się akcji kredytowej w przedziale 4–6% r/r. W bieżącej edycji prognozy ryzyko wystąpienia ujemnej dynamiki tej kategorii kredytów jest niewielkie i na końcu horyzontu prognozy wynosi 0,1 (tabela 6.2.3).

Tabela 6.2.2. Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów konsumpcyjnych w kolejnych okresach prognozy względem wartości obserwowanych w II kw. 2025 r. – model VECM – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
Wzrost	0,745	0,825	0,774	0,603	0,510	0,459	0,421	0,387	0,364	0,341
Spadek	0,255	0,175	0,226	0,397	0,490	0,541	0,579	0,613	0,636	0,659

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Tabela 6.2.3. Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki kredytów konsumpcyjnych w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
>14	0,000	0,000	0,002	0,005	0,005	0,006	0,005	0,005	0,006	0,004
12-14	0,000	0,001	0,018	0,021	0,020	0,020	0,019	0,019	0,016	0,014
10-12	0,000	0,038	0,119	0,089	0,070	0,066	0,056	0,052	0,046	0,044
8-10	0,029	0,345	0,328	0,213	0,176	0,150	0,137	0,124	0,112	0,105
6-8	0,743	0,452	0,319	0,287	0,250	0,227	0,214	0,196	0,194	0,183
4-6	0,225	0,135	0,153	0,207	0,225	0,230	0,234	0,231	0,220	0,226
2-4	0,003	0,028	0,050	0,115	0,142	0,157	0,161	0,181	0,190	0,194
0-2	0,000	0,001	0,010	0,046	0,072	0,085	0,099	0,107	0,120	0,125
<0	0,000	0,000	0,001	0,017	0,040	0,059	0,075	0,085	0,096	0,105

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

6.3. Kredyty mieszkaniowe

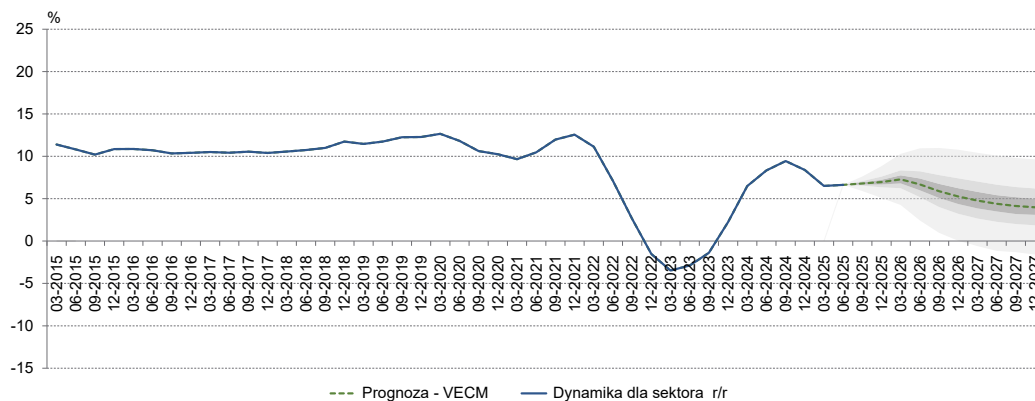
Po znacznym osłabieniu dynamiki kredytów mieszkaniowych w 2022 r. i na początku 2023 r. w kolejnych kwartałach obserwowano jej powrót do poziomu 7–9% r/r. W pierwszej części analizowanego horyzontu bieżącej edycji prognozy przewidywana jest stabilizacja dynamiki kredytów w tej kategorii na poziomie około 7% r/r w związku z realizacją zapoczątkowanej w maju 2025 r. serii obniżek stóp procentowych NBP. Efekt ten będzie dominował do II kw. 2026 r. W kolejnych kwartałach przewidywany jest stopniowy spadek dynamiki akcji kredytowej do 4% r/r w IV kw. 2027 r. (tabela 6.3.1 i wykres 6.3.1). Przebieg prognozy w tym okresie jest determinowany głównie oczekiwanym spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego.

Tabela 6.3.1. Prognoza dynamiki kredytów mieszkaniowych złotych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
Prognoza – kredyty mieszkaniowe	6,80%	6,97%	7,28%	6,68%	5,88%	5,25%	4,78%	4,40%	4,13%	3,99%

Źródło: NBP.

Wykres 6.3.1. Prognoza dynamiki kredytów mieszkaniowych złotych – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2025 r.



Źródło: NBP.

Ocena niepewności prognozy dynamiki kredytów mieszkaniowych pozwala stwierdzić, że w badanym okresie tempo wzrostu tych kredytów nie powinno przekroczyć 11,0% r/r. Dolny kraniec 95% przedziału ufności dla analizowanej kategorii kredytów wynosi –1,6% r/r w IV kw. 2027 r. Na podstawie wyznaczonych z przedziałów ufności prawdopodobieństw wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej w kolejnych okresach prognozy można stwierdzić, że w pierwszej części jej horyzontu (trwającej do II kw. 2026 r.) dominuje prawdopodobieństwo utrzymywania się dynamiki akcji kredytowej powyżej wartości obserwowanych w II kw. 2025 r. W kolejnych kwartałach przeważa natomiast prawdopodobieństwo jej spadku poniżej wspomnianej wartości. Tendencja ta jest stabilna i ulega wzmocnieniu pod koniec analizowanego okresu (tabela 6.3.2). Do

II kw. 2026 r. dominuje prawdopodobieństwo kształtowania się dynamiki kredytów mieszkaniowych w przedziale 6–8% (tabela 6.3.3). W kolejnych kwartałach przedziałem, w którym powinna się kształtować dynamika akcji kredytowej, jest 4–6% r/r. Prawdopodobieństwo realizacji ujemnej dynamiki akcji kredytowej jest niewielkie i wynosi maksymalnie 0,066 (w IV kw. 2027 r.).

Tabela 6.3.2. Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów mieszkaniowych w kolejnych okresach prognozy względem wartości obserwowanych w II kw. 2025 r. – model VECM – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
Wzrost	0,704	0,675	0,699	0,513	0,372	0,293	0,243	0,202	0,175	0,157
Spadek	0,296	0,325	0,301	0,487	0,628	0,707	0,757	0,798	0,825	0,843

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Tabela 6.3.3. Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki kredytów mieszkaniowych w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
>14	0,000	0,000	0,000	0,002	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001
12-14	0,000	0,000	0,004	0,009	0,008	0,008	0,008	0,005	0,004	0,003
10-12	0,000	0,003	0,032	0,042	0,036	0,030	0,025	0,020	0,017	0,015
8-10	0,009	0,103	0,245	0,184	0,131	0,103	0,084	0,069	0,055	0,049
6-8	0,957	0,788	0,563	0,411	0,307	0,242	0,206	0,177	0,165	0,157
4-6	0,034	0,105	0,138	0,273	0,318	0,318	0,305	0,298	0,287	0,284
2-4	0,000	0,001	0,018	0,062	0,147	0,197	0,231	0,255	0,273	0,276
0-2	0,000	0,000	0,000	0,016	0,040	0,076	0,101	0,122	0,135	0,149
<0	0,000	0,000	0,000	0,001	0,011	0,024	0,038	0,053	0,063	0,066

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

6.4. Kredyty dla sektora niefinansowego

W przypadku komponentu opisującego kształtowanie się dynamiki kredytów dla całego sektora niefinansowego zastosowano dwa odrębne podejścia modelowe. W pierwszym z nich uzyskano prognozy z modelu VECM w ujęciu agregatowym – dla całego sektora. W drugim wykorzystano opracowane przy pomocy modeli VECM prognozy częściowe dotyczące dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw, konsumpcyjnych oraz mieszkaniowych (złotowych), które dopełniono prognozą kategorii rezydualnej opisującej pozostałe kredyty udzielone gospodarstwom domowym, a następnie zsumowano w celu uzyskania prognozy dla sektora niefinansowego ogółem. Prognozy uzyskane przy pomocy modelu agregatowego charakteryzują się lepszym dopasowaniem do ogólnych tendencji charakteryzujących polską gospodarkę. Rezultaty otrzymane na podstawie sumowania prognoz są natomiast w pełni zgodne z wynikami uzyskanymi w przekroju bardziej szczegółowym (kredytów dla przedsiębiorstw, konsumpcyjnych oraz mieszkaniowych złotych).

Prognoza agregatowa

Prognoza akcji kredytowej dla sektora niefinansowego wykonana w ujęciu agregatowym przewiduje wzrost jej dynamiki do 6,4% r/r w I kw. 2026 r. oraz późniejszy stopniowy spadek do 3,6% r/r na koniec horyzontu prognozy (tabela 6.4.1). Choć została uzyskana niezależnie w stosunku do prezentowanych powyżej prognoz częściowych dla poszczególnych kategorii kredytu, prognoza agregatowa uwzględnia przewidywany wzrost dynamiki akcji kredytowej w II połowie 2025 r. i w I połowie 2026 r., będący realizacją odłożonego popytu w reakcji na przeprowadzone obniżki stóp procentowych NBP oraz późniejszą stopniową stabilizację dynamiki kredytu w pobliżu długookresowej średniej (około 4,0% r/r). W spójny sposób odzwierciedla to osłabienie popytu na kredyt w następstwie oczekiwanego spowolnienia koniunktury gospodarczej w drugiej części horyzontu prognozy.

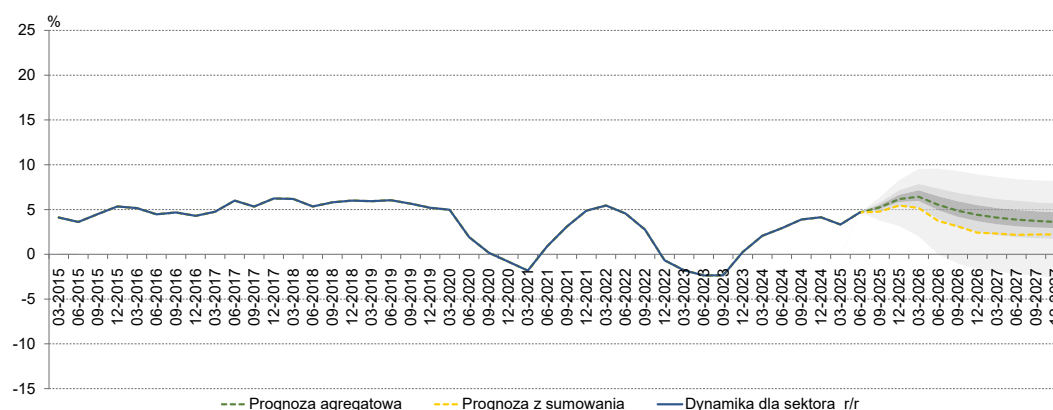
Wyniki prognoz cechuje umiarkowana niepewność skutkująca stosunkowo wąskim przebiegiem 30% i 60% przedziału ufności, przy jednoczesnym dość szerokim przebiegu przedziału 95%. Maksymalne tempo wzrostu kredytów w analizowanym agregacie może wynieść 9,5% r/r w I i II kw. 2026 r. Jednocześnie model przewiduje możliwość wystąpienia dynamik ujemnych wynoszących -2,6% r/r w 2027 r. (wykres 6.4.1).

Tabela 6.4.1. Prognoza dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2025 r.

	Prognoza agregatowa	Prognoza z sumowania
III kw. 2025	5,24%	4,76%
IV kw. 2025	6,17%	5,44%
I kw. 2026	6,43%	5,18%
II kw. 2026	5,52%	3,74%
III kw. 2026	4,87%	3,12%
IV kw. 2026	4,42%	2,42%
I kw. 2027	4,10%	2,32%
II kw. 2027	3,88%	2,17%
III kw. 2027	3,72%	2,21%
IV kw. 2027	3,61%	2,22%

Źródło: NBP.

Wykres 6.4.1. Prognoza dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2025 r.



Uwaga: dynamika wyznaczona po oczyszczeniu wartości kredytów z wpływu zmian kursu walutowego.
Źródło: NBP.

Analiza prawdopodobieństw wzrostu/spadku dynamiki akcji kredytowej pozwala stwierdzić, że w okresie III kw. 2025 r. – III kw. 2026 r. dominuje prawdopodobieństwo utrzymywania się dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego na poziomie wyższym niż w II kw. 2025 r. W kolejnych kwartałach tendencja ta ulega odwróceniu. Dominuje prawdopodobieństwo spadku dynamiki kredytów poniżej wartości z II kw. 2025 r. Ulega ono nieznacznej wzmocnieniu w końcówce horyzontu prognozy (tabela 6.4.2).

Tabela 6.4.2. Prawdopodobieństwo wzrostu/spadku dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego w kolejnych okresach prognozy – model VECM, prognoza agregatowa – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
Wzrost	0,820	0,912	0,870	0,691	0,571	0,490	0,430	0,396	0,369	0,351
Spadek	0,180	0,088	0,130	0,309	0,429	0,510	0,570	0,604	0,631	0,649

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Po II kw. 2026 r. pojawia się niewielkie prawdopodobieństwo wystąpienia ujemnych dynamik kredytów dla sektora niefinansowego, nie przekracza ono jednak 0,09 (tabela 6.4.3). Tendencja ta ulega nieznacznemu wzmocnieniu w czasie. W IV kw. 2025 r. oraz I kw. 2026 r. dominuje prawdopodobieństwo utrzymywania się dynamiki akcji kredytowej w przedziale 6–8% r/r. Po II kw. 2026 r. stabilizuje się ono w przedziale 4–6% r/r.

Tabela 6.4.3. Prawdopodobieństwa przedziałowe dynamiki kredytów dla sektora niefinansowego w kolejnych kwartałach horyzontu prognozy – model VECM – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
>14	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
12-14	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
10-12	0,000	0,000	0,012	0,012	0,010	0,006	0,005	0,003	0,003	0,002
8-10	0,000	0,045	0,160	0,107	0,075	0,057	0,042	0,037	0,029	0,028
6-8	0,106	0,543	0,468	0,321	0,253	0,203	0,178	0,159	0,145	0,131
4-6	0,860	0,368	0,286	0,350	0,340	0,336	0,325	0,320	0,311	0,305
2-4	0,034	0,032	0,050	0,145	0,210	0,244	0,262	0,274	0,290	0,305
0-2	0,000	0,011	0,018	0,039	0,069	0,097	0,122	0,131	0,140	0,139
<0	0,000	0,001	0,006	0,025	0,043	0,057	0,066	0,076	0,082	0,090

Uwaga: wartości wyznaczone na podstawie symulacji przedziałów ufności dla prognozy z modelu VECM.
Źródło: NBP.

Prognoza z sumowania

Drugie podejście wykorzystane w celu opracowania prognoz dynamiki akcji kredytowej w sektorze niefinansowym obejmowało przygotowanie prognozy VECM kategorii rezydualnej – pozostałych kredytów dla gospodarstw domowych, a następnie zsumowanie jej z prognozami kredytów dla przedsiębiorstw, konsumpcyjnych oraz mieszkaniowych złotych, których wyniki zostały przedstawione w rozdziałach 6.1, 6.2 oraz 6.3. Prognoza uzyskana z sumowania przewiduje, że dynamika akcji kredytowej w sektorze niefinansowym osiągnie niecałe 5,2% r/r w I kw. 2026 r. W kolejnych kwartałach ulegnie ona osłabieniu i ostatecznie ustabilizuje się na poziomie około 2,0% r/r (tabela 6.4.1 i wykres 6.4.1). Oznacza to, że prognoza z sumowania jest bardziej pesymistyczna w ocenie perspektyw akcji kredytowej niż prognoza agregatowa. Różnica między obiema prognozami jest stosunkowo stabilna i w okresie II kw. 2026 r. – III kw. 2027 r.

kształtuje się w przedziale 1,5–2,0 pkt proc. Jednocześnie obie prognozy są w pełni zgodne w ocenie perspektyw tendencji rozwojowej. W świetle przeprowadzonej *ex ante* oceny niepewności prognoz z modelu agregatowego różnica między ścieżkami prognostycznymi uzyskanymi z obu modeli jest nieznaczna: ścieżka centralna dla prognozy z sumowania znajduje się w granicy dolnego 60% przedziału ufności dla prognozy agregatowej.

6.5. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB

Dodatkowo zbudowano prognozy poszczególnych agregatów kredytowych w relacji do PKB. W tym celu wykorzystano dane dotyczące ścieżek centralnych poszczególnych agregatów kredytowych pochodzących z modeli VECM oraz ścieżki centralnej projekcji PKB z modelu NECMOD z lipca 2025 r. Poniżej zaprezentowano zestawienia dotyczące kształtowania się relacji kredytu do PKB w horyzoncie prognozy (tabela 6.5.1) oraz rozwoju tej relacji na tle danych historycznych (wykres 6.5.1).

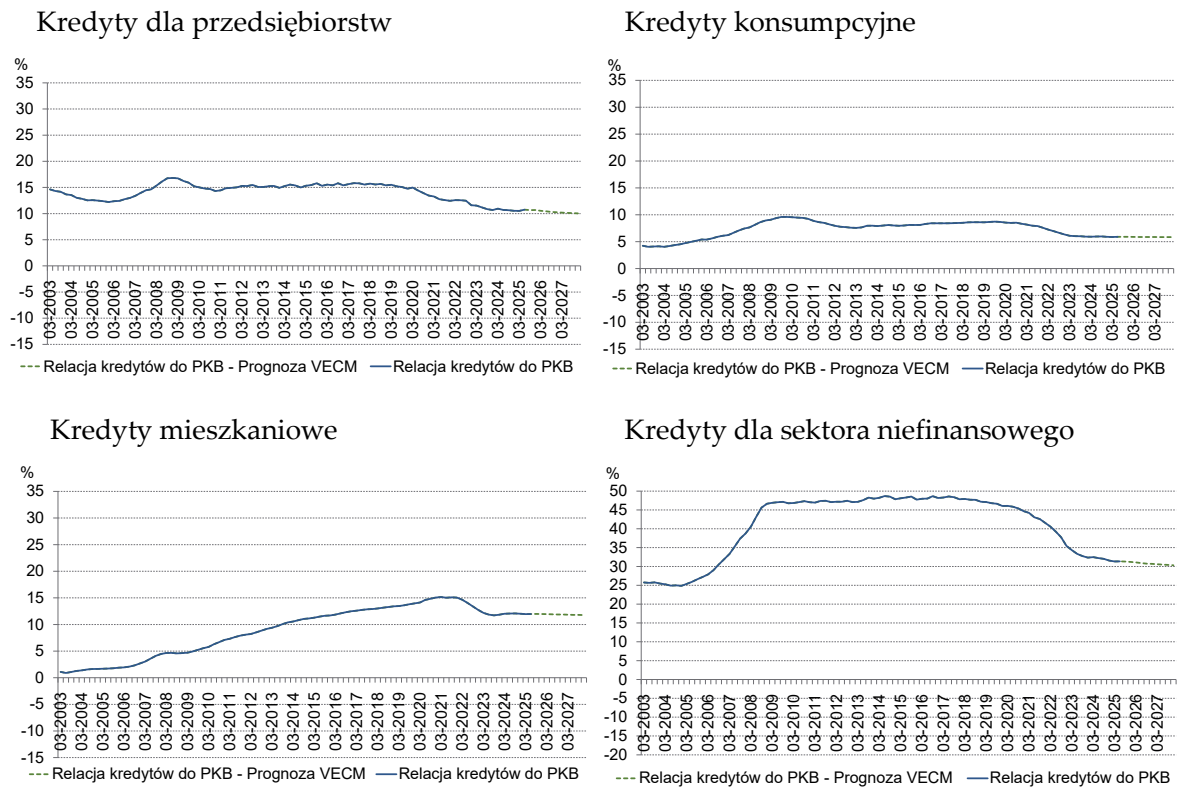
Tabela 6.5.1. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2025 r.

	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026	I kw. 2027	II kw. 2027	III kw. 2027	IV kw. 2027
Kredyty dla przedsiębiorstw	10,66%	10,69%	10,53%	10,44%	10,32%	10,26%	10,19%	10,14%	10,09%	10,04%
Kredyty konsumpcyjne	5,91%	5,90%	5,89%	5,88%	5,87%	5,87%	5,87%	5,86%	5,86%	5,85%
Kredyty mieszkaniowe	11,98%	11,97%	11,95%	11,91%	11,88%	11,87%	11,84%	11,81%	11,80%	11,76%
Kredyty dla sektora niefinansowego	31,31%	31,20%	31,06%	30,90%	30,75%	30,69%	30,59%	30,49%	30,42%	30,30%

Źródło: NBP.

Pandemia COVID-19 oraz następujący po niej okres wysokiej inflacji doprowadziły do spadku relacji kredytu do PKB do historycznie niskich poziomów. W kolejnych kwartałach przewidywana jest względna stabilizacja tej relacji w odniesieniu do wszystkich analizowanych kategorii. W przypadku kredytów dla przedsiębiorstw, konsumpcyjnych i mieszkaniowych prognozowane zmiany w całym horyzoncie nie przekraczają 0,6 pkt proc. W skali całego agregatu można natomiast oczekiwać spadku relacji kredytu do PKB o 1,0 pkt proc. Na koniec horyzontu prognozy relacja kredytów dla przedsiębiorstw może osiągnąć najniższy poziom w historii (około 10,0%), a relacje kredytów dla sektora niefinansowego i konsumpcyjnych będą się utrzymywały na poziomach nieobserwowanych od 2006 r. (odpowiednio około 30,3% i niecałe 6,0%). W przypadku kredytów mieszkaniowych ich relacja do PKB może osiągnąć poziom z 2015 r.

Wykres 6.5.1. Prognozy agregatów kredytowych w relacji do PKB – dane kwartalne – prognoza wrzesień 2024 r.



Źródło: NBP.

7. Słowniczek

akcje w wolnym obrocie (*free float*) – w niniejszym opracowaniu oznacza to akcje zarejestrowane w Krajowym Rejestrze Sądowym pomniejszone o akcje będące w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy (łącznie z powiązanymi akcjonariuszami) posiada więcej niż 5% tych akcji, oraz akcje własne spółki przeznaczone do umorzenia. Za akcje w wolnym obrocie, niezależnie od ich udziału w akcjach zarejestrowanych w Krajowym Rejestrze Sądowym, uznaje się: akcje będące w posiadaniu funduszy inwestycyjnych i emerytalnych oraz instytucji finansowych zarządzających aktywami, a także akcje objęte programami emisji kwitów depozytowych.

algorytmiczny handel (*algorithmic trading*) – nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych przy pomocy algorytmu komputerowego automatycznie ustalającego indywidualne parametry zleceń nabycia lub zbycia tych instrumentów, w tym moment złożenia zlecenia, termin jego ważności, cenę lub liczbę instrumentów będących przedmiotem zlecenia lub sposób zarządzania zleceniem po jego złożeniu, przy czym następuje to bez udziału człowieka lub przy jego ograniczonym udziale.

animator rynku (*market maker*) – podmiot zapewniający płynność na rynku określonych instrumentów finansowych. W przypadku rynków zorganizowanych są to członkowie giełd i platform obrotu, którzy składają zlecenia kupna lub sprzedaży na warunkach wynikających z umowy z organizatorem tego rynku. Natomiast w przypadku rynku OTC za *market makers* uznaje się instytucje finansowe (najczęściej banki) dostarczające innym uczestnikom rynku dwustronnych kwotowań (*bid* i *offer*) cen instrumentów finansowych lub kursów walut, które są gotowe do zawierania transakcji po tych kursach.

ASO (alternatywny system obrotu) – prowadzony poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego. Charakteryzuje się mniejszymi niż rynek regulowany wymogami w odniesieniu do uczestników i emitentów papierów wartościowych.

BMR – *Benchmark Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniające dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz. Urz. UE L171 z 2016 r., s. 1, z późn. zm.).

BRRD – *Bank Recovery and Resolution Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywę

Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L173 z 2013 r., s. 190 z późn. zm.).

carry trade – strategia inwestycyjna polegająca na pozyskiwaniu niskooprocentowanego finansowania w jednej walucie i lokowaniu uzyskanych w ten sposób środków pieniężnych w instrumentach finansowych o wyższej rentowności nominowanych w innej walucie. Strategia ta jest wykorzystywana głównie w celu realizacji zysków wynikających z dysparytetu stóp procentowych występującego między dwoma krajami lub obszarami walutowymi.

CCP (*central counterparty*), partner centralny – izba rozliczeniowa przejmująca prawa i obowiązki wynikające z zawartej transakcji instrumentami finansowymi, która w stosunkach z jej bezpośrednimi uczestnikami staje się kupującym dla każdego sprzedającego i sprzedającym dla każdego kupującego.

CCPRRR – *Central Counterparties Recovery and Resolution Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/23 z dnia 16 grudnia 2020 r. w sprawie ram na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do kontrahentów centralnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1095/2010, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 600/2014, (UE) nr 806/2014 i (UE) 2015/2365 oraz dyrektywy 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2007/36/WE, 2014/59/UE i (UE) 2017/1132 (Dz. Urz. UE L22 z 2021 r., s. 1).

CIRS (*cross-currency interest rate swap*) – transakcja pochodna zobowiązująca strony do okresowej wymiany płatności odsetkowych, naliczanych od określonej kwoty nominalnej przez uzgodniony okres, której może towarzyszyć wymiana kwoty nominalnej w dniu rozpoczęcia lub zakończenia transakcji (po wcześniej ustalonym kursie). Płatności odsetkowe są wyrażone w różnych walutach i obliczane według ustalonej dla każdej z nich stopy procentowej.

CSDR – *Central Securities Depositories Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012, (Dz. Urz. UE L257 z 2014 r., s. 1, z późn. zm.).

CRD IV – *Capital Requirements Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 338, z późn. zm.).

CRR – *Capital Requirements Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji

kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L176 z 2013 r., s. 1, z późn. zm.).

CRR III – *Capital Requirements Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/1623 z dnia 31 maja 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do wymogów dotyczących ryzyka kredytowego, ryzyka związanego z korektą wyceny kredytowej, ryzyka operacyjnego, ryzyka rynkowego oraz minimalnego progu kapitałowego. (Dz. Urz. UE. L1623 z 2024 r.).

dual listing – notowanie akcji spółki publicznej w więcej niż jednym systemie obrotu instrumentami finansowymi (na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu).

DORA - *Digital Operational Resilience Act*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2022/2554 z dnia 14 grudnia 2022 r. w sprawie operacyjnej odporności cyfrowej sektora finansowego i zmieniające rozporządzenia (WE) nr 1060/2009, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 600/2014, (UE) nr 909/2014 oraz (UE) 2016/1011 (Dz. Urz. UE L 333 z 2022 r., s. 1).

EMIR – *European Market Infrastructure Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu i Rady Europejskiej (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, (Dz. Urz. UE L201 z 2012 r., s. 1, z późn. zm.).

ESA 2010 – *European System of Accounts*, Europejski System Rachunków 2010 (ESA 2010), ustanowiony rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 549/2013 z dnia 21 maja 2013 r. w sprawie europejskiego systemu rachunków narodowych i regionalnych w Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE L174 z 2013 r., s. 1, z późn. zm.).

forward – zawierana na rynku OTC transakcja pochodna zobowiązująca jedną ze stron do sprzedaży, a drugą do zakupu ustalonej ilości instrumentu bazowego w oznaczonym przyszłym terminie (najczęściej później niż w drugim dniu roboczym od daty zawarcia transakcji) po z góry ustalonej cenie. W transakcji *forward* może dojść do dostawy instrumentu bazowego (np. waluty, papieru wartościowego) albo może być ona rozliczona różnicowo (tzw. *non-deliverable forward*).

FRA (*forward rate agreement*) – transakcja pochodna, w której strony zobowiązują się do zapłaty odsetek od ustalonej kwoty nominalnej za oznaczony okres rozpoczynający się w przyszłości, naliczonych według ustalonej w dniu zawarcia transakcji stopy procentowej. W praktyce są to transakcje z rozliczeniem różnicowym. W takich transakcjach strony rozliczają różnicę odsetkową między stawką FRA (stopą terminową ustalaną w dniu zawarcia transakcji) a stopą referencyjną obowiązującą dwa dni robocze przed dniem rozrachunku (*fixing date*), naliczaną od ustalonej kwoty nominalnej.

futures – zawierana na rynku giełdowym (regulowanym) transakcja pochodna zobowiązująca jedną ze stron do sprzedaży, a drugą do zakupu ustalonej ilości instrumentu bazowego w oznaczonym przyszłym terminie (najczęściej później niż w drugim dniu roboczym od daty

zawarcia transakcji) po z góry ustalonej cenie. Parametry takiej transakcji (np. termin zapadalności, wartość nominalna) są wystandaryzowane i nie podlegają negocjacji. Transakcje *futures* zazwyczaj rozliczane są różnicowo.

HFT (*high-frequency trading*), handel wysokich częstotliwości – każda technika handlu algorytmicznego, która charakteryzuje się: infrastrukturą mającą minimalizować opóźnienia w przesyłce informacji, automatycznym określaniem momentu uruchomienia zlecenia, jego generowania, przekierowywania lub wykonania oraz wysoką liczbą zleceń, kwotowań lub anulowań w trakcie sesji, przy czym następuje to bez udziału człowieka.

IRRD – *Insurance Recovery and Resolution Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2025/1 z dnia 27 listopada 2024 r. w sprawie ustanowienia ram na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do zakładów ubezpieczeń i zakładów reasekuracji oraz zmieniająca dyrektywy 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2007/36/WE, 2014/59/UE i (UE) 2017/1132 oraz rozporządzenia (UE) nr 1094/2010, (UE) nr 648/2012, (UE) nr 806/2014 i (UE) 2017/1129 (Dz. Urz. UE L1 z 2025 r.).

IFR – *Investment Firms Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2019/2033/UE z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla firm inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia 1093/2010/UE, 575/2013/UE, 600/2014/UE i 806/2014/UE (Dz. Urz. UE L314 z 2019 r., s. 1).

indeks – zgodnie z rozporządzeniem BMR regularnie publikowana wartość wyznaczana zgodnie z określoną formułą lub metodą kalkulacji na podstawie rzeczywistych lub szacunkowych cen jednego lub więcej aktywów bazowych albo na podstawie innych wielkości lub badań.

Indeks Sharpe’a – relacja różnicy średniej stopy zwrotu portfela i średniej stopy wolnej od ryzyka do odchylenia standardowego stóp zwrotu portfela. Pozwala porównać wyniki inwestycyjne portfeli skorygowane o poziom podjętego ryzyka.

indeks/wskaźnik typu RFR (*risk-free rate*) – indeks/wskaźnik stopy procentowej wyznaczony na podstawie oprocentowania transakcji lokacyjnych o terminie zapadalności O/N. W założeniu ma stanowić możliwie dobre przybliżenie koncepcji stopy wolnej od ryzyka, a więc odzwierciedlać aktywność rynkową cechującą się minimalnym ryzykiem płynności, kredytowym itd. Nie uwzględnia oczekiwań uczestników rynku co do kształtowania się stóp procentowych w przyszłości.

information ratio – relacja średniej różnic między miesięcznymi stopami zwrotu funduszu a stopami zwrotu benchmarku oraz odchylenia standardowego tych różnic. Pozwala mierzyć efektywność portfela względem benchmarku.

IPO (*initial public offering*), pierwsza oferta publiczna – oferta publiczna akcji spółki, połączona z wprowadzeniem ich po raz pierwszy do obrotu na rynku regulowanym lub do ASO, obejmująca akcje nowo emitowane lub sprzedawane przez dotychczasowych akcjonariuszy.

IPS (*institutional protection scheme*) – porozumienie banków spółdzielczych i banku zrzeszającego, utworzone na podstawie Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego nr 575/2013 (CRR) i Ustawy z dnia 25 czerwca 2015 r. o zmianie ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających oraz niektórych innych ustaw. Systemy ochrony instytucjonalnej zostały powołane w celu wzmacniania stabilności sektora bankowości spółdzielczej. Celem funkcjonowania IPS jest m.in. zapewnienie płynności i wypłacalności każdego uczestnika na zasadach określonych w ustawie z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających (tekst jednolity Dz.U. z 2020 r., poz. 449, 695) i w umowie systemu ochrony, w szczególności przez udzielanie pożyczek, gwarancji i poręczeń. Umowa systemu ochrony określa zakres odpowiedzialności uczestnika systemu za zobowiązania wynikające z gwarantowania płynności i wypłacalności.

IRS (*interest rate swap*) – transakcja pochodna zobowiązująca strony do okresowej wymiany płatności odsetkowych od ustalonej kwoty nominalnej przez oznaczony okres. Dokonywane płatności odsetkowe są wyrażone w tej samej walucie i obliczane według ustalonej dla każdej ze stron stopy procentowej (jedna stopa może być stała a druga zmienna albo obie mogą być zmienne, ale określone przez różne stawki referencyjne).

KPO (Krajowy Plan Odbudowy i Zwiększania Odporności) – pakiet reform i inwestycji, który ma na celu odbudowę polskiej gospodarki po pandemii COVID-19 i zwiększenie jej odporności na przyszłe kryzysy. Polska realizuje go w ramach unijnego Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (otrzymuje fundusze z części grantowej i pożyczkowej).

kredyty w fazie 2 / pod obserwacją – w bankach stosujących MSSF kredyty, w przypadku których ryzyko kredytowe wzrosło istotnie od momentu początkowego ujęcia i nie jest oceniane jako niskie zgodnie z MSSF 9 (faza 2); w bankach stosujących Polskie Standardy Rachunkowości zasady klasyfikacji kredytów do kategorii „pod obserwacją” określa rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków.

kredyty w fazie 3 / zagrożone – w bankach stosujących MSSF kredyty dotknięte utratą wartości ze względu na wzrost ryzyka kredytowego zgodnie z MSSF 9 (faza 3); w bankach stosujących Polskie Standardy Rachunkowości zasady klasyfikacji kredytów do kategorii „zagrożone” określa rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków.

kredyty konsumpcyjne – kategoria kredytów obejmująca: kredyty zaciągane w rachunku karty kredytowej, ratalne kredyty na cele konsumpcyjne i pozostałe kredyty na cele konsumpcyjne dla osób prywatnych.

luka finansowania – różnica między sumą kredytów dla sektora niefinansowego, rządowego i samorządowego a sumą depozytów przyjętych od tych sektorów, wyrażona jako procent wartości tych kredytów.

MAR – *Market Abuse Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 1, z późn. zm.).

margin call – wezwanie do uzupełnienia depozytu zabezpieczającego, następujące w sytuacji, gdy środki pieniężne zgromadzone na rachunku inwestora spadły poniżej wymaganej wartości depozytu zabezpieczającego.

MiFID II – *Markets in Financial Instruments Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 349, z późn. zm.).

MiFID III – *Markets in Financial Instruments Directive*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/790 z dnia 28 lutego 2024 r. zmieniająca dyrektywę 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz. Urz. UE L790 z 2024 r.).

MiFIR – *Markets in Financial Instruments Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L173 z 2014 r., s. 84, z późn. zm.).

MiFIR II – *Markets in Financial Instruments Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/791 z dnia 28 lutego 2024 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 600/2014 w odniesieniu do zwiększenia przejrzystości danych, usuwania przeszkód w powstawaniu systemów publikacji informacji skonsolidowanych, optymalizacji obowiązków obrotu oraz zakazu otrzymywania płatności za przepływ zleceń (Dz. Urz. UE L791 z 2024 r.).

MREL – wymóg w zakresie funduszy własnych i zobowiązań kwalifikowanych wprowadzony dyrektywą BRRD.

NECMOD – wielorównaniowy model ekonometryczny wykorzystywany w NBP do przygotowania projekcji inflacji i PKB. Jest to model hybrydowy, w którym równowaga długookresowa oparta jest na podstawach teoretycznych, natomiast krótkookresowe własności dynamiczne modelu uzależnione są od szacunków ekonometrycznych, których głównym kryterium jest dopasowanie do danych.

OIS (*overnight index swap*) – transakcja pochodna zobowiązująca strony do wymiany różnicy w płatnościach odsetkowych obliczanych według zmiennej i stałej stopy procentowej (stawki OIS). Płatności naliczane są od ustalonej kwoty nominalnej. Zmienna stopa procentowa jest obliczana przez złożenie dziennych stawek referencyjnych O/N w czasie trwania transakcji. Rozrachunek netto (bez wymiany kwoty nominalnej OIS) jest dokonywany w następnym dniu roboczym po terminie zapadalności transakcji.

opcja – pochodny instrument finansowy dający jego nabywcy prawo do kupna (opcja *call*) albo sprzedaży (opcja *put*) w oznaczonym czasie określonej ilości instrumentu bazowego po cenie ustalonej w dniu zawarcia transakcji. W przeciwieństwie do nabywcy opcji jej sprzedawca jest zobowiązany do sprzedaży (opcja *call*) albo zakupu (opcja *put*) wspomnianej ilości instrumentu bazowego.

OTF (*organised trading facility*), zorganizowana platforma obrotu – wielostronny system kojarzący w sposób uznaniowy składane przez podmioty trzecie oferty kupna i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji, instrumentów pochodnych lub produktów energetycznych będących przedmiotem obrotu hurtowego, które muszą być wykonywane przez dostawę, niebędący rynkiem regulowanym ani ASO.

POLONIA (*Polish Overnight Index Average*) – indeks będący średnim oprocentowaniem zawartych w danym dniu niezabezpieczonych lokat międzybankowych *overnight* ważonych ich wartością nominalną. Jego kalkulacją zajmuje się NBP – do obliczenia wykorzystuje dane o transakcjach zawartych do godziny 16.30 przez uczestników *fixingu*. POLONIA jest publikowana każdego dnia roboczego o godzinie 17.00 na stronie NBP.

pozostałe przychody netto – wynik działalności bankowej powiększony o saldo pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych, zyski/straty z tytułu rachunkowości zabezpieczeń i wynik usunięcia z bilansu aktywów niefinansowych oraz pomniejszony o wynik z tytułu odsetek i o wynik z prowizji i opłat.

prime brokerage – usługa pozwalająca na przeprowadzanie przez klienta banku operacji na rynku finansowym z wykorzystaniem linii kredytowych banku działającego jako *prime broker*. W tym celu bank pozwala klientowi na przeprowadzanie operacji w swoim imieniu z określonym gronem kontrahentów. Operacja w ramach usługi *prime brokerage* oznacza *de facto* jednoczesne zawarcie transakcji między kontrahentem a wspomnianym bankiem (pierwsza noga) oraz transakcji między tym bankiem a klientem (druga noga). *Prime broker* występuje w roli pośrednika, będąc stroną w obydwu wspomnianych transakcjach.

recycler – urządzenie umożliwiające zarówno wypłatę, jak i wpłatę gotówki (połączenie bankomatu i wpłatomatu) z wbudowanym systemem zamkniętego jej obiegu, tj. przetwarzające te same banknoty w jednym urządzeniu; wpłacone banknoty podlegają weryfikacji pod kątem autentyczności i stopnia zużycia, następnie po rozdysponowaniu do kaset według nominalów mogą zostać wypłacone innemu klientowi.

Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE) – prowadzony przez KDPW zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity Dz.U. z 2024 r., poz. 722, z późn. zm.) rejestr informacji o obligacjach nieskarbowych, listach zastawnych i certyfikatach inwestycyjnych oraz o zakresie i terminowości wykonywania zobowiązań z tytułu tych instrumentów finansowych.

repo – transakcja, w której jedna ze stron zbywa określone papiery wartościowe (przenosząc prawo ich własności) po ustalonej cenie sprzedaży i jednocześnie zobowiązuje się do odkupu w późniejszym terminie równoważnych papierów wartościowych po z góry określonej cenie (tzw. cenie odkupu). W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki zabezpieczonej papierami wartościowymi. W transakcjach *repo* pożytki (kupony odsetkowe) z tytułu posiadanych papierów wartościowych uzyskane w czasie trwania transakcji są przekazywane przez ich tymczasowego właściciela podmiotowi, który zobowiązał się do odkupu. Dla kontrahenta kupującego papiery wartościowe i jednocześnie zobowiązującego się do ich odsprzedaży transakcja ta jest określana jako *reverse repo*.

rozliczenie transakcji instrumentami finansowymi – ustalenie wysokości świadczeń pieniężnych i niepieniężnych wynikających z zawartych transakcji instrumentami finansowymi, do spełnienia których są zobowiązane strony tych transakcji. Rozliczenia transakcji instrumentami finansowymi dokonywane są przez izby rozliczeniowe. W Polsce przykładem takiej izby, posiadającej status CCP, jest KDPW_CCP.

rozzrachunek transakcji instrumentami finansowymi – obciążenie i uznanie kont depozytowych lub rachunków papierów wartościowych stron transakcji instrumentami finansowymi w związku ze zbyciem lub nabyciem tych instrumentów, któremu towarzyszy uznanie i obciążenie odpowiednią kwotą ich rachunków bankowych. W praktyce oznacza to transfer środków pieniężnych i instrumentów finansowych między kontami kupującego i sprzedającego instrumenty finansowe. W Polsce przykładem podmiotu dokonującego rozrachunku transakcji instrumentami finansowymi jest KDPW.

rynek offshore – ogół transakcji instrumentami nominowanymi w walucie danego kraju lub obszaru walutowego zawieranych między podmiotami niebędącymi jego rezydentami.

rynek OTC (*over-the-counter*) – ogół transakcji instrumentami finansowymi poza systemami obrotu instrumentami finansowymi tj. poza obrotem zorganizowanym (rynkiem regulowanym lub alternatywnym systemem obrotu) oraz zorganizowaną platformą obrotu (OTF).

rynek regulowany – działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów. Jest to rynek zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu.

sektor bankowości spółdzielczej – banki spółdzielcze i banki zrzeszające.

sell-buy-back (SBB) – transakcja, w której jedna ze stron zbywa określone papiery wartościowe (przenosząc prawo ich własności) po cenie sprzedaży i jednocześnie zobowiązuje się do odkupu w późniejszym terminie równoważnych papierów wartościowych po z góry

określonej cenie (tzw. cenie odkupu). W sensie ekonomicznym zawarcie takiej transakcji jest równoważne z zaciągnięciem pożyczki zabezpieczonej papierami wartościowymi. W transakcjach SBB pożyczki (kupony odsetkowe) z tytułu posiadanych papierów wartościowych uzyskane w czasie trwania transakcji są zatrzymywane przez ich tymczasowego właściciela, a wartość tych pożyczek jest uwzględniana w cenie odkupu. Dla kontrahenta kupującego papiery wartościowe i jednocześnie zobowiązującego się do ich odsprzedaży transakcja ta jest określana jako *buy-sell back* (BSB).

SFTR – *Securities Financing Transactions Regulation*, Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/2365 z dnia 25 listopada 2015 r. w sprawie przejrzystości transakcji finansowanych z użyciem papierów wartościowych i ponownego wykorzystania oraz zmiany rozporządzenia (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L337 z 2015 r., s. 1, z późn. zm.).

SKARBNET4 – prowadzony przez NBP centralny depozyt papierów wartościowych, który obsługuje rozliczenie i rozrachunek transakcji bonami skarbowymi (w tym zawieranymi na platformie TBSP) oraz bonami pieniężnymi emitowanymi przez NBP.

SORBNET2 – system rozrachunku płatności wysokokwotowych w złotych prowadzony przez NBP. W systemie tym dokonywane są rozrachunki wynikające z operacji polityki pieniężnej, operacji na rynku międzybankowym i wysokokwotowych zleceń klientów oraz realizowane są zlecenia płatnicze pochodzące z innych systemów płatności. System SORBNET2 (SORBNET) jest systemem typu RTGS (*real time gross settlement*), w którym rozrachunek przeprowadzany jest na bazie brutto w czasie rzeczywistym. System SORBNET2 zastąpił funkcjonujący do 9 czerwca 2013 r. system SORBNET.

SPO (*secondary public offering*) – oferta publiczna akcji spółki już notowanej na rynku regulowanym lub w ASO.

success fee – wynagrodzenie zmienne, tj. opłata pobierana przez TFI w przypadku spełnienia kryteriów dotyczących wyników inwestycyjnych zarządzanych funduszy.

swap walutowy (*fx swap*) – zawierana na rynku OTC transakcja zobowiązująca strony do dokonania początkowej wymiany walut (pierwsza noga, *short leg*) w wyznaczonym dniu i po ustalonym w momencie zawarcia transakcji kursie oraz wymiany końcowej (zwrotnej) tych samych walut (druga noga, *long leg*), w wyznaczonym dniu (innym niż dzień rozrachunku pierwszej nogi) i po ustalonym w momencie zawarcia transakcji kursie (przeważnie różnym od kursu wymiany początkowej). Kwota, którą jeden z kontrahentów jest zobowiązany zapłacić drugiemu w wyniku wymiany końcowej, określona jest w takiej samej walucie, jak kwota, którą kontrahent ten otrzymał w wymianie początkowej.

Tarcze Finansowe PFR – programy pomocy finansowej dla firm z branż, które musiały ograniczyć lub zawiesić działalność w związku z sytuacją epidemiologiczną związaną z COVID-19.

tri-party repo – usługa polegająca na rozrachunku transakcji *repo* w połączeniu z zarządzaniem zabezpieczeniami ustanowionymi w tych transakcjach.

VECM (*vector error correction model*, wektorowy model korekty błędem) – model należący do wielowymiarowych modeli szeregów czasowych, wykorzystywany w identyfikacji zależności długookresowych, które występują w zmiennych lub wskaźnikach obserwowanych w dziedzinie czasu.

WIRON (Warsaw Interest Rate Overnight) – wskaźnik O/N opracowywany na podstawie danych dotyczących transakcji depozytowych, który przedstawia średni poziom stopy procentowej ważonej wolumenem, rozumianym jako kwota nominalna niezabezpieczonych transakcji depozytowych zawartych na termin O/N przez podmioty przekazujące dane (uczestników fixingu) z instytucjami kredytowymi, instytucjami finansowymi oraz dużymi przedsiębiorstwami.

wskaźnik CR (CR3, CR5, CR10) – udział w rynku, odpowiednio trzech, pięciu, dziesięciu największych podmiotów. W przypadku banków udział w rynku obliczany jest na podstawie ich aktywów, w przypadku PTE i TFI – aktywów netto zarządzanych przez nie funduszy, a w przypadku zakładów ubezpieczeń – składki przypisanej brutto.

wskaźnik Herfindahla-Hirschmanna (HHI) – suma kwadratów udziałów poszczególnych podmiotów w rynku. W przypadku banków i SKOK-ów udział w rynku obliczany jest na podstawie ich aktywów, w przypadku PTE i TFI – aktywów netto zarządzanych przez nie funduszy, a w przypadku zakładów ubezpieczeń – składki przypisanej brutto.

wskaźnik referencyjny – indeks stosowany w rozumieniu rozporządzenia BMR w umowach i instrumentach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych.

współczynnik penetracji ubezpieczeniowej – relacja składki przypisanej brutto do PKB.

wstępny/początkowy depozyt zabezpieczający (*initial margin*) – wnoszone w postaci środków pieniężnych lub papierów wartościowych zabezpieczenie, służące do pokrycia ryzyka kredytowego kontrahenta wynikającego z potencjalnych (niezrealizowanych) zmian w wycenie transakcji, które mogą wystąpić między momentem ostatniej wymiany zmiennego depozytu zabezpieczającego a zamknięciem pozycji w sytuacji upadłości kontrahenta.

wynik działalności bankowej – suma wyniku z tytułu odsetek oraz wyniku nieodsetkowego.

wynik nieodsetkowy – suma wyniku z tytułu prowizji i opłat, przychodów z tytułu dywidend, wyniku wyceny instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez wynik finansowy, zysków lub strat z tytułu zaprzestania ujmowania instrumentów finansowych innych niż wyceniane według wartości godziwej przez wynik finansowy oraz różnic kursowych.

wynik z wyceny i działalności handlowej – suma wyniku wyceny instrumentów wycenianych według wartości godziwej przez wynik finansowy, zysków lub strat z tytułu zaprzestania

ujmowania instrumentów finansowych innych niż wyceniane według wartości godziwej przez wynik finansowy oraz różnic kursowych.

Wypłacalność II – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz. Urz. UE L335 z 2009 r., s. 1).

ZAFI – *Alternative Investment Fund Managers and amending Directives*, Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010 (Dz. Urz. UE L174 z 2011 r. s. 1, z późn. zm.).

zmienny/właściwy depozyt zabezpieczający (*variation margin*) – wnoszone przeważnie w postaci środków pieniężnych zabezpieczenie, służące do pokrycia ryzyka kredytowego kontrahenta wynikającego ze zrealizowanych zmian w wycenie rynkowej zawartych z nim transakcji. Wartość depozytu powinna odpowiadać bieżącej wartości netto wszystkich transakcji zawartych z danym kontrahentem. Zmieniające się warunki rynkowe powodują, że wartość ta musi być regularnie aktualizowana, co w zależności od kierunku zmian bieżącej wyceny transakcji może skutkować wezwaniem kontrahenta do uzupełnienia brakującego depozytu (tzw. *margin call*) albo zwrotem tzw. nadzabezpieczenia.

8. Skróty używane w opracowaniu

1M	jednomiesięczny
1W	jednotygodniowy
1Y	jednoroczny
2M	dwumiesięczny
2W	dwutygodniowy
3M	trzymiesięczny
3W	trzytygodniowy
3Y	trzyletni
5Y	pięcioletni
6M	sześciomiesięczny
9M	dziewięcioletni
12M	dwunastomiesięczny
AC	ubezpieczenie <i>auto casco</i>
AEX	indeks giełdy papierów wartościowych w Amsterdamie
AFI	alternatywny fundusz inwestycyjny
APA	<i>approved publication arrangement</i>
ARM	<i>approved reporting mechanism</i>
AAR	<i>active account requirement</i>
ART	<i>asset-referenced token</i>
ASI	alternatywna spółka inwestycyjna
ASO	alternatywny system obrotu
AT1, T2	<i>additional tier 1 capital</i> (kapitał dodatkowy tier I), <i>tier 2 capital</i> (kapitał tier II)
ATM	<i>at-the-money</i>
BFG	Bankowy Fundusz Gwarancyjny
BGK	Bank Gospodarstwa Krajowego
BIK	Biuro Informacji Kredytowej
BIS	Bank for International Settlements
BM	biuro maklerskie
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BMR	<i>Benchmark Regulation</i>
BNPL	<i>buy-now-pay-later</i>
BOŚ	Bank Ochrony Środowiska
BPS	Bank Polskiej Spółdzielczości
BS	bank spółdzielczy
BSB	<i>buy-sell-back</i>
CAC 40	indeks 40 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Paryżu
CBR	<i>combined buffer requirement</i> (wymóg połączonego bufora)
CCP	<i>central counterparty</i>
CCPRR	<i>Recovery and Resolution of Central Counterparties Regulation</i>
CDPW	centralny depozyt papierów wartościowych

CDS	<i>credit default swap</i>
CET1	<i>common equity tier 1</i> (kapitał podstawowy tier I)
CFD	<i>contract for difference</i>
CFI	<i>classification of financial instruments</i>
CHF	frank szwajcarski
CIC	<i>complementary identification code</i>
CIT	podatek dochodowy od osób prawnych
CIRS	<i>cross-currency interest rate swap</i>
CMU	Capital Markets Union
COR	współczynnik <i>combined ratio</i>
COVID-19	Corona Virus Disease 2019
CPI	Consumer Price Index
CPK	Centralny Port Komunikacyjny
CR3	udział 3 największych podmiotów w rynku
CR5	udział 5 największych podmiotów w rynku
CR10	udział 10 największych podmiotów w rynku
CRD IV	<i>Capital Requirements Directive IV</i>
CRR	<i>Capital Requirements Regulation</i>
CRR III	<i>Capital Requirements Regulation III</i>
CSA	<i>Credit Support Annex</i>
CSDR	<i>Central Securities Depositories Regulation</i>
CTP	<i>consolidated tape provider</i>
DAX	indeks giełdy papierów wartościowych we Frankfurcie
DBPD	długoterminowe bankowe papiery dłużne
DFE	dobrowolny fundusz emerytalny
DLT	<i>distributed ledger technology</i>
DM	dom maklerski
DPDP	długoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw
DPE	<i>designated publishing entity</i>
DRP	Dealerzy Rynku Pieniężnego
DS	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych stałokuponowych o dziesięcioletnim pierwotnym terminie zapadalności
DSPW	Dealerzy Skarbowych Papierów Wartościowych
DVP	<i>delivery versus payment</i>
Dz.U.	Dziennik Ustaw
Dz. Urz. KNF	Dziennik Urzędowy Komisji Nadzoru Finansowego
Dz. Urz. UE	Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej
EBA	European Banking Authority
EBC	Europejski Bank Centralny
EBI	Europejski Bank Inwestycyjny
EBOR	Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMIR	<i>European Market Infrastructure Regulation</i>
EMT	<i>e-money token</i>

EOG	Europejski Obszar Gospodarczy
EPIFP	<i>expected profits included in future premiums</i>
ESA	European System of Accounts
ESBC	Europejski System Banków Centralnych
ESG	<i>Environment, Social responsibility, Corporate Governance</i>
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
ETC	<i>exchange-traded commodity</i>
ETF	<i>exchange-traded fund</i>
EU	European Union
EUA/EUAA	(European Union Allowances/European Union Aviation Allowances) uprawnienia do emisji gazów cieplarnianych
EUR	euro
EUROSTAT	Europejski Urząd Statystyczny
EURO STOXX 50	indeks 50 największych spółek z państw strefy euro
EUSEF	<i>European social entrepreneurship fund</i>
EuVECA	<i>European venture capital fund</i>
FDI	wskaźnik rozwoju system finansowego
FESE	The Federation of European Securities Exchanges
FIA	Futures Industry Association
FIO	fundusz inwestycyjny otwarty
FISN	<i>financial instrument short name</i>
FIZ	fundusz inwestycyjny zamknięty
FOMC	Federalny Komitet ds. Otwartego Rynku
FOP	free of payment
FPC	Fundusz Przeciwdziałania COVID-19
FRA	<i>forward rate agreement</i>
FRP	fundusz rynku pieniężnego
FTSE 100	indeks 100 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Londynie
FTSE MIB	indeks giełdy papierów wartościowych w Mediolanie
FVOCI	<i>fair value through other comprehensive income</i> (instrumenty finansowe wyceniane w wartości godziwej przez inne całkowite dochody)
FWK	Fundusz Wsparcia Kredytobiorców
FX (fx)	<i>foreign exchange</i>
FZD	fundusz zdefiniowanej daty
GBP	funt brytyjski
GLEIF	Global Legal Entity Identifier Foundation
GMRA	<i>Global Master Repurchase Agreement</i>
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
GPWB-BWZ	indeks obligacji skarbowych o terminie zapadalności powyżej 6 miesięcy
GUS	Główny Urząd Statystyczny
HFT	<i>high-frequency trading</i>
HHI	Herfindahl-Hirschman Index (wskaźnik Herfindahla-Hirschmana)
HUF	węgierski forint

HVF	High Volume Funds
HVP	High Volume Provider
IBEX 35	indeks 35 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Madrycie
IRRBB	Interest Rate Risk in the Banking Book
ICE	Intercontinental Exchange
IDEM	Italian Derivatives Exchange Market
IFR	<i>Investment Firms Regulation</i>
IKE	indywidualne konto emerytalne
IKZE	indywidualne konto zabezpieczenia emerytalnego
IMF	International Monetary Fund
IPO	<i>initial public offering</i>
IPR	Instant Payments Regulation
IPS	Institutional Protection Scheme
IRGiT	Izba Rozliczeniowa Giełd Towarowych
IRRD	<i>Insurance Recovery and Resolution Directive</i>
IRS	<i>interest rate swap</i>
ISIN	<i>international securities identifying number</i>
IZ	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych indeksowanych wskaźnikiem inflacji
JMM	Joint Monitoring Mechanism
JST	jednostki samorządu terytorialnego
KBPD	krótkoterminowe bankowe papiery dłużne
KDPW	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
KDPW_CCP	izba rozliczeniowa o statusie CCP należąca do grupy kapitałowej Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych
KDPW_TR	repozytorium transakcji prowadzone przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
KE	Komisja Europejska
KFD	Krajowy Fundusz Drogowy
KIR	Krajowa Izba Rozliczeniowa
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
KPDP	krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw
KPO	Krajowy Plan Odbudowy
KS NGR	Komitet Sterujący Narodowej Grupy Roboczej ds. reformy wskaźników referencyjnych
KSF	Komitet Stabilności Finansowej
KSKOK	Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa
KSR	Krajowy System Rozliczeń
LAA	<i>loss-absorption amount</i>
LCH Ltd	London Clearing House Ltd
LEI	<i>legal entity identifier</i>
LSE	London Stock Exchange
MAR	<i>Market Abuse Regulation</i>
MCR	<i>minimum capital requirement</i>

MEFF	Mercado oficial español de opciones y futuros financieros
MF	Ministerstwo Finansów
MFW	Międzynarodowy Fundusz Walutowy
MiCA	<i>Markets in Crypto-Assets Regulation</i>
MiFID II	<i>Markets in Financial Instruments Directive II</i>
MiFIR	<i>Markets in Financial Instruments Regulation</i>
MREL	<i>minimum requirement for own funds and eligible liabilities</i>
MREL-RCA	<i>minimum requirement for own funds and eligible liabilities – recapitalisation amount</i>
MSCI EM	indeks grupujący indeksy z państw wschodzących
MSP	małe i średnie przedsiębiorstwa
MSSF	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
MTF	<i>multilateral trading facility</i>
mWIG40	Warszawski Indeks Giełdowy średnich spółek
mWIG40TR	Warszawski Indeks Giełdowy średnich spółek obliczany w formule dochodowej
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
Nasdaq-100 NTR	Nasdaq-100 Net Total Return Index
Nasdaq-100 2xShort	Nasdaq-100 obliczany dla strategii krótkiej sprzedaży
Nasdaq-100 3x Lev	Nasdaq-100 obliczany dla strategii z dźwignią finansową
NBP	Narodowy Bank Polski
NCIndex	indeks rynku NewConnect
NFZ	Narodowy Fundusz Zdrowia
NIM	<i>net interest margin</i>
NGR	Narodowa Grup Robocza ds. reformy wskaźników referencyjnych
O/N	<i>overnight</i>
OC	ubezpieczenie odpowiedzialności cywilnej
OECD	<i>Organisation for Economic Cooperation and Development</i>
OFE	otwarty fundusz emerytalny
OIK	oddział instytucji kredytowej
OIPE	ogólnoeuropejski indywidualny produkt emerytalny
OIS	<i>overnight index swap</i>
OK	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych zerokuponowych
OMX Stockholm 30	indeks 30 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Sztokholmie
OSII	<i>other systemically important institution</i> (inne instytucje systemowo ważne)
OTC	<i>over-the-counter</i>
OTF	<i>organised trading facility</i>
P2P	<i>person-to-person</i>
P2R	<i>pillar II requirements</i>
PDA	prawo do akcji
PE	Parlament Europejski
Pekao	Bank Polska Kasa Opieki
PFE	pracowniczy fundusz emerytalny
PFR	Polski Fundusz Rozwoju
PKB	produkt krajowy brutto
PKD	Polska Klasyfikacja Działalności

PKO BP	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski
PKP	Polskie Koleje Państwowe
PLN	złoty polski
POLONIA	Polish Overnight Index Average
POS	<i>point of sale</i>
PPDM	podmiot prowadzący działalność maklerską
PPE	pracowniczy program emerytalny
PPK	pracownicze plany kapitałowe
PS	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych stałokuponowych o pięcioletnim pierwotnym terminie zapadalności
PSD2	<i>Payment Services Directive II</i>
PTE	powszechne towarzystwo emerytalne
PZF	Polski Związek Faktorów
PZU	Powszechny Zakład Ubezpieczeń
PwC	PricewaterhouseCoopers
ROA	<i>return on assets</i>
ROE	<i>return on equity</i>
RPP	Rada Polityki Pieniężnej
RTGS	<i>real time gross settlement system</i>
RZE	Rejestr Zobowiązań Emitentów
S&P	Standard&Poor's
S&P 500	indeks 500 największych spółek giełdy papierów wartościowych w Nowym Jorku
S&P 500 NTR	S&P500 Net Total Return Index
S/N	<i>spot next</i>
S/W	<i>spot week</i>
SA	spółka akcyjna
SBB	<i>sell-buy-back</i>
SCR	<i>solvency capital requirement</i>
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SFD	Settlement Finality Directive
SFIO	specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty
SFTR	<i>Securities Financing Transactions Regulation</i>
SGB	Spółdzielcza Grupa Bankowa
SHS	<i>Securities Holdings Statistics</i>
SI	<i>systematic internaliser</i>
SKOK	spółdzielcza kasa oszczędnościowo-kredytowa
SMI	indeks giełdy papierów wartościowych w Zurychu
SOFR	<i>Secured Overnight Financing Rate</i>
SOZ BPS	System Ochrony Zrzeszenia BPS
SP	Skarb Państwa
Sp. z o.o.	spółka z ograniczoną odpowiedzialnością
SPO	<i>secondary public offering</i>
SRM	<i>Single Resolution Mechanism</i>

SSM	<i>Single Supervisory Mechanism</i>
SSO SGB	Spółdzielczy System Ochrony SGB
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
sWIG80	Warszawski Indeks Giełdowy małych spółek
sWIG80TR	Warszawski Indeks Giełdowy małych spółek obliczany w formule dochodowej
T2S	TARGET2-Securities
T/N	<i>tomorrow next</i>
TARGET	Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer system
TARGET-NBP	polski komponent systemu TARGET
TBSP	Treasury BondSpot Poland
TBSP.Index	indeks giełdowy dla obligacji skarbowych na rynku TBSP
TCR	<i>total capital ratio</i> (łączny wskaźnik kapitałowy)
TEM	<i>total exposure measure</i> (miara ekspozycji całkowitej)
TFI	towarzystwo funduszy inwestycyjnych
TGE	Towarowa Giełda Energii
TIPS	TARGET Instant Payment Settlement
TREA	<i>total risk exposure amount</i> (całkowita ekspozycja na ryzyko)
TONA	<i>Tokyo Overnight Average Rate</i>
TRF	Trade Registration Facility
TUW	towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych
UCITS	<i>Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive</i>
UE	Unia Europejska
UFG	Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny
UFK	ubezpieczeniowy fundusz kapitałowy
UKNF	Urząd Komisji Nadzoru Finansowego
UOKiK	Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów
USD	dolar amerykański
VECM	Vector Error Correction Model
WATS	Warsaw Automated Trading System
WE	Wspólnota Europejska
WFD	Wskaźnik Finansowania Długoterminowego
WFE	World Federation of Exchanges
WIG	Warszawski Indeks Giełdowy
WIG20	Warszawski Indeks Giełdowy największych spółek
WIG20lev	Warszawski Indeks Giełdowy największych spółek obliczany dla strategii z dźwignią finansową
WIG20short	Warszawski Indeks Giełdowy największych spółek obliczany dla strategii krótkiej sprzedaży
WIG20TR	Warszawski Indeks Giełdowy największych spółek obliczany w formule dochodowej
WIGdiv	Warszawski Indeks Giełdowy spółek regularnie wypłacających dywidendę
WIG-banki	Warszawski Indeks Giełdowy spółek sektora bankowego
WIG-chemia	Warszawski Indeks Giełdowy spółek sektora chemicznego

WIG-energia	Warszawski Indeks Giełdowy spółek sektora energetycznego
WIG-gry	Warszawski Indeks Giełdowy spółek z sektora gier komputerowych
WIG-informatyka	Warszawski Indeks Giełdowy spółek sektora informatycznego
WIG-odzież	Warszawski Indeks Giełdowy spółek sektora odzieżowego i kosmetycznego
WIG-paliwa	Warszawski Indeks Giełdowy spółek sektora paliwowego
WIG-Ukraine	Warszawski Indeks Giełdowy spółek z siedzibą w Ukrainie
WIG.GAMES5	Warszawski Indeks Giełdowy pięciu najbardziej płynnych spółek z branży producentów i wydawców gier
WIG.MS-BAS	Warszawski Indeks Giełdowy pięciu najbardziej płynnych spółek z branż obejmujących energię, górnictwo i surowce
WIG.MS-FIN	Warszawski Indeks Giełdowy pięciu najbardziej płynnych spółek z branż obejmujących bankowość, ubezpieczenia, rynek kapitałowy i wierzytelności
WIGdiv	Warszawski Indeks Giełdowy spółek regularnie wypłacających dywidendę
WIRON	Warsaw Interest Rate Overnight
WRR	Warsaw Repo Rate
WS	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych stałokuponowych o co najmniej 15-letnim pierwotnym terminie zapadalności
WZ	oznaczenie serii krajowych obligacji skarbowych zmiennokuponowych
ZAFI	zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi
ZPF	Związek Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce
ZPL	Związek Polskiego Leasingu
ZUS	Zakład Ubezpieczeń Społecznych

nbp.pl

