KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 6.10.2026 r.
COM(2026) 543 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

dotyczące wspólnego funduszu rezerw w 2025 r.

{SWD(2026) 305 final}

SPIS TREŚCI

WPROWADZENIE 2

CZĘŚĆ 1: NAJWAŻNIEJSZE CELE POŚREDNIE W 2025 R. 4

1.1. Informacje ogólne 4

1.2. Struktura modułów 5

1.3. Uruchomienia gwarancji i wnioski o płatność 7

1.4. Efektywny wskaźnik zasilenia rezerw 10

CZĘŚĆ 2: STRATEGIA INWESTYCYJNA, SKŁAD PORTFELA I WYNIKI 11

2.1. Skład i cechy portfela 11

2.2. Ślad środowiskowy, społeczny i związany z zarządzaniem (ESG) 13

2.3. Wyniki wspólnego funduszu rezerw w 2025 r. 13

WNIOSKI 16

WPROWADZENIE

Jest to piąte roczne sprawozdanie dotyczące wspólnego funduszu rezerw (CPF) ([1]) za okres od 1 stycznia 2025 r. do 31 grudnia 2025 r. Przedstawiono w nim najważniejsze zmiany związane z funkcjonowaniem wspólnego funduszu rezerw w 2025 r. oraz główne parametry finansowe i parametry ryzyka, a także roczne wyniki funduszu. Ponadto w sprawozdaniu zaprezentowano wyniki działań podjętych przez Komisję w celu poprawy wyników funduszu w dłuższej perspektywie przez wprowadzenie zdywersyfikowanego spektrum inwestycji.

Wspólny fundusz rezerw został ustanowiony na mocy art. 215 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE, Euratom) 2024/2509 z dnia 23 września 2024 r. w sprawie zasad finansowych mających zastosowanie do budżetu ogólnego Unii (wersja przekształcona). Obejmuje on wszystkie rezerwy przeznaczone z budżetu UE lub wniesione przez uczestniczące państwa członkowskie na pokrycie ryzyka strat z tytułu operacji gwarantowanych gwarancjami wewnętrznymi ([2]) i zewnętrznymi ([3]) udzielanymi przez Unię Europejską. Oprócz gwarancji budżetowych we wspólnym funduszu rezerw ulokowane są rezerwy na większość pożyczek w ramach pomocy makrofinansowej dla państw trzecich ([4]). Rezerwy znajdujące się we wspólnym funduszu rezerw stanowią rezerwę kapitałową, której środki finansowe wykorzystuje się do zrealizowania uruchomień gwarancji wynikających ze wspieranych operacji i zaspokojenia innych wypływów.

Wspólny fundusz rezerw uruchomiono w styczniu 2021 r. Na koniec 2025 r. wartość jego aktywów netto wynosiła 27,2 mld EUR, co czyni go największym portfelem inwestycyjnym zarządzanym bezpośrednio przez Komisję.

W 2025 r. wspólny fundusz rezerw dobrze poradził sobie z wahaniami rynkowymi, utrzymując zrównoważoną ekspozycję na wszystkie klasy aktywów, a jego dywersyfikacja włączająca akcje jeszcze bardziej poprawiła ogólne wyniki. Ogółem bezwzględna stopa zwrotu portfela osiągnęła 3,85 %. W następstwie wyników odnotowanych w 2023 r. (+5,21 %) i 2024 r. (+3,57 %), które zrównoważyły straty poniesione przez fundusz w 2022 r. (roku, w którym odnotowano największą globalną wyprzedaż obligacji na przestrzeni pięćdziesięciolecia), wyniki w 2025 r. jeszcze bardziej poprawiły zdolność funduszu do pokrycia strat.

Jeżeli chodzi o perspektywy na przyszłość, istnieje zwiększona niepewność związana z wydarzeniami geopolitycznymi. Niemniej jednak obecny wysoki poziom dochodowości stanowi korzystną podstawę dla wyników w ujęciu średnioterminowym.

Niniejsze sprawozdanie koncentruje się na kwestiach związanych z zarządzaniem aktywami wspólnego funduszu rezerw. Zmiany w zakresie zobowiązań warunkowych wynikających

([1]) Zgodnie z art. 217 ust. 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE, Euratom) 2024/2509 z dnia 23 września 2024 r. w sprawie zasad finansowych mających zastosowanie do budżetu ogólnego Unii (wersja przekształcona) („rozporządzenie finansowe") Komisja musi składać co roku Parlamentowi Europejskiemu i Radzie sprawozdania dotyczące wspólnego funduszu rezerw. Dodatkowe wskazówki co do treści tego sprawozdania zawarto w wytycznych dotyczących zarządzania aktywami wspólnego funduszu rezerw (decyzja Komisji z dnia 25 marca 2020 r. w sprawie wytycznych dotyczących zarządzania aktywami wspólnego funduszu rezerw (C(2020) 1896 final, Dz.U. C 131 z 22.4.2020, s. 3)).

([2]) Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS) i InvestEU.

([3]) Upoważnienie EBI do udzielania pożyczek na rzecz państw trzecich (ELM), Europejski Fundusz na rzecz Zrównoważonego Rozwoju (EFZR) i Europejski Fundusz na rzecz Zrównoważonego Rozwoju Plus (EFZR+).

([4]) Z wyjątkiem pożyczek w ramach pomocy makrofinansowej plus udzielonych Ukrainie w 2023 r. oraz pożyczki w ramach pomocy makrofinansowej przyspieszającej wykorzystanie nadzwyczajnych przychodów (ERA), której to pożyczki udzielono Ukrainie w ramach inicjatywy grupy G-7 dotyczącej pożyczek ERA w 2024 r.

z gwarancji budżetowych i pożyczek UE, na poczet których utrzymuje się jako rezerwy aktywa wspólnego funduszu rezerw, omówiono w odrębnym sprawozdaniu sporządzonym na podstawie art. 256 rozporządzenia finansowego.

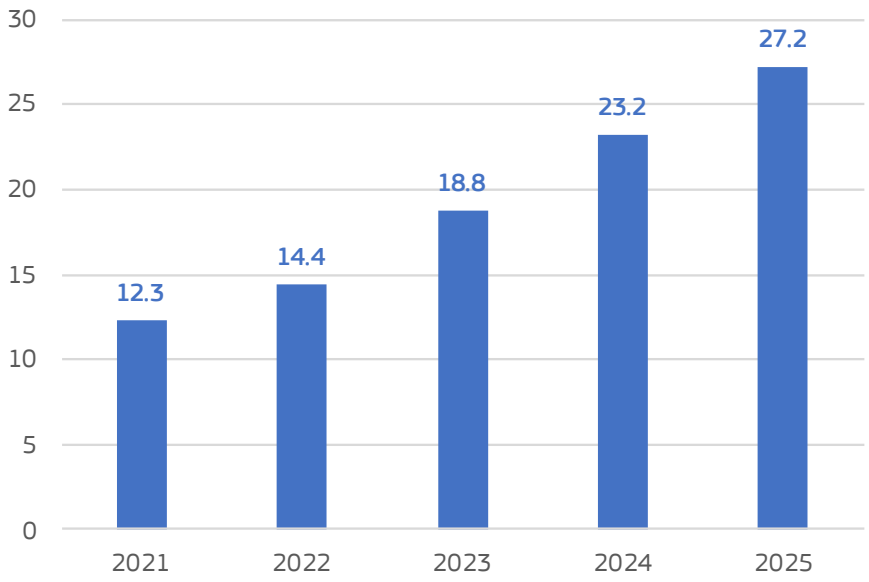
CZĘŚĆ 1: NAJWAŻNIEJSZE CELE POŚREDNIE W 2025 R.

1.1. Informacje ogólne

Podobnie jak w poprzednich latach funduszem zarządzano zgodnie z ustanowioną strukturą zarządzania ([5]) i procedurami oraz nie było incydentów operacyjnych.

Na 31 grudnia 2025 r. wartość aktywów netto ([6]) wynosiła 27,2 mld EUR, co oznacza wzrost o 4,0 mld EUR od końca 2024 r. (wzrost o około 17 % w ciągu roku). W 2025 r. do wspólnego funduszu rezerw wniesiono wkłady netto z budżetu UE lub wkłady uczestniczących państw członkowskich i państw Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu (EFTA) w wysokości 3,1 mld EUR. Pozostały wzrost wartości portfela (0,9 mld EUR) wynikał głównie ze wzrostu wartości rynkowej istniejących aktywów.

Rys. 1: Zmiany wartości aktywów netto wspólnego funduszu rezerw (w mld EUR)



Więcej informacji na temat sprawozdania finansowego można znaleźć w dokumencie roboczym służb Komisji towarzyszącym niniejszemu sprawozdaniu.

([5]) Strukturę zarządzania przedstawiono w rocznym sprawozdaniu w sprawie wspólnego funduszu rezerw w 2021 r., EUR-Lex – 52022DC0213 – PL – EUR-Lex (europa.eu).
([6]) Wartość aktywów netto wspólnego funduszu rezerw określa się na podstawie wartości aktywów ogółem pomniejszonej o zobowiązania na dzień obliczania wartości aktywów netto.

1.2. Struktura modułów

Chociaż aktywami wspólnego funduszu rezerw zarządza się w ramach jednego portfela zgodnie ze wspólną polityką inwestycyjną, te zasoby rezerw są ulokowane w różnych modułach.

Dokładniej rzecz ujmując, rezerwy ulokowane we wspólnym funduszu rezerw przeznacza się na poszczególne gwarancje budżetowe/program pomocy finansowej (lub na rzecz państw członkowskich, które wnoszą wkład w tworzenie rezerw na potrzeby swojego modułu w ramach InvestEU) zgodnie z ich odpowiednimi ramami prawnymi ([7]). Kwoty przeznaczone na każdą gwarancję budżetową są księgowane w odrębnych modułach, aby umożliwić śledzenie poziomów rezerw w stosunku do poziomów określonych w podstawie prawnej ustanawiającej gwarancję. Jeżeli rezerwy spadną poniżej określonego poziomu, uzupełnienia mogą zostać sfinansowane z budżetów przeznaczonych na odpowiednie programy.

W 2025 r. dodano jeden nowy moduł państwa członkowskiego ([8]) w ramach InvestEU.

Na 31 grudnia 2025 r. wspólny fundusz rezerw składał się z 19 modułów, z których 17 było w pełni operacyjnych i dysponowało środkami finansowymi. Pozostałe moduły zostaną aktywowane po otrzymaniu pierwszych wpływów.

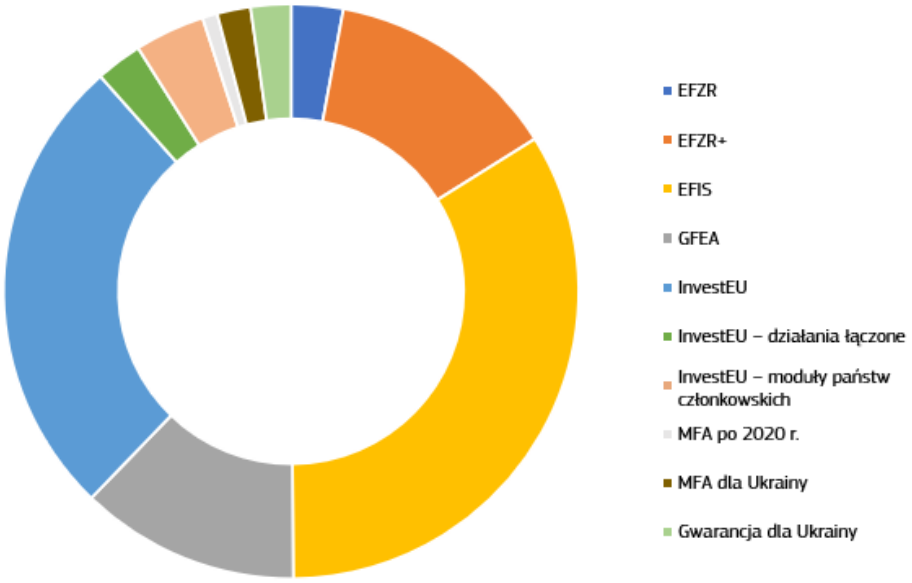
([7]) Zgodnie np. z art. 215 ust. 2, art. 215 ust. 4, art. 216 ust. 1 i 4 rozporządzenia finansowego.
([8]) Dla Portugalii.

Tabela 1: Moduły wspólnego funduszu rezerw na 31.12.2025 r.

Moduł	Wartość rynkowa w EUR na 31.12.2025 r.
Moduły otwarte w 2021 r.	
EFIS	9 175 239 371
GFEA ([9])	3 354 171 333
EFZR ([10])	792 918 308
Program InvestEU ([11])	7 124 578 871
Moduły otwarte w 2022 r.	
EFZR+	3 582 508 961
MFA po 2020 r.	228 000 668
Wyjątkowa pomoc makrofinansowa – Ukraina ([12])	511 348 526
Pożyczki Euratomu udzielane po 2020 r.	-
Pożyczki o zmienionym przeznaczeniu dla Ukrainy w ramach ELM	-
Gwarancja InvestEU dla Rumunii	242 559 639
Gwarancja InvestEU dla Czech	60 345 721
Gwarancja InvestEU dla Finlandii	51 912 990
Gwarancja InvestEU dla Grecji	379 824 566
Działania łączone InvestEU	710 676 831
Moduły otwarte w 2023 r.	
Gwarancja InvestEU dla Bułgarii	132 950 691
Gwarancja InvestEU dla Malty	9 716 815
Moduły otwarte w 2024 r.	
Gwarancja dla Ukrainy	613 877 445
Gwarancja InvestEU dla Hiszpanii	144 964 526
Moduły otwarte w 2025 r.	
Gwarancja InvestEU dla Portugalii	50 022 110
OGÓŁEM	**27 165 617 372**

([9]) Fundusz Gwarancyjny dla działań zewnętrznych, w którym znajdują się rezerwy na potrzeby programów upoważnienia EBI do udzielania pożyczek na rzecz państw trzecich, pomocy makrofinansowej (MFA) i Euratomu.
([10]) Europejski Fundusz na rzecz Zrównoważonego Rozwoju.
([11]) Moduł unijny.
([12]) Na podstawie decyzji (UE) 2022/1201 i decyzji (UE) 2022/1628 w sprawie udzielenia wyjątkowej pomocy makrofinansowej Ukrainie.

Rys. 2: Wielkość modułów wspólnego funduszu rezerw na 31.12.2025 r.



1.3. Uruchomienia gwarancji i wnioski o płatność

Płatności związane z uruchomieniami gwarancji i innymi wnioskami są ułatwione przez oddzielne zabezpieczenie przed utratą płynności (tzw. bufor płynnościowy), zgodnie z wytycznymi dotyczącymi zarządzania aktywami wspólnego funduszu rezerw ([13]). Bufor płynnościowy składa się z ograniczonych rezerw środków pieniężnych ulokowanych w centralnej jednostce Komisji ds. zarządzania środkami finansowymi w celu pokrycia spodziewanych wypływów środków pieniężnych w okresie trzech miesięcy na podstawie powiadomień od partnerów wykonawczych.

Na początku 2025 r. saldo bufora wynosiło 202 mln EUR. W ciągu roku otrzymał wpływy wynikające z umorzeń wspólnego funduszu rezerw w wysokości 569 mln EUR, natomiast w 2025 r. wypłacono kwotę netto (uruchomienia gwarancji po odliczeniu odzyskanych środków) w wysokości prawie 576 mln EUR ([14]). W rezultacie na koniec 2025 r. saldo bufora płynnościowego wynosiło 195 mln EUR.

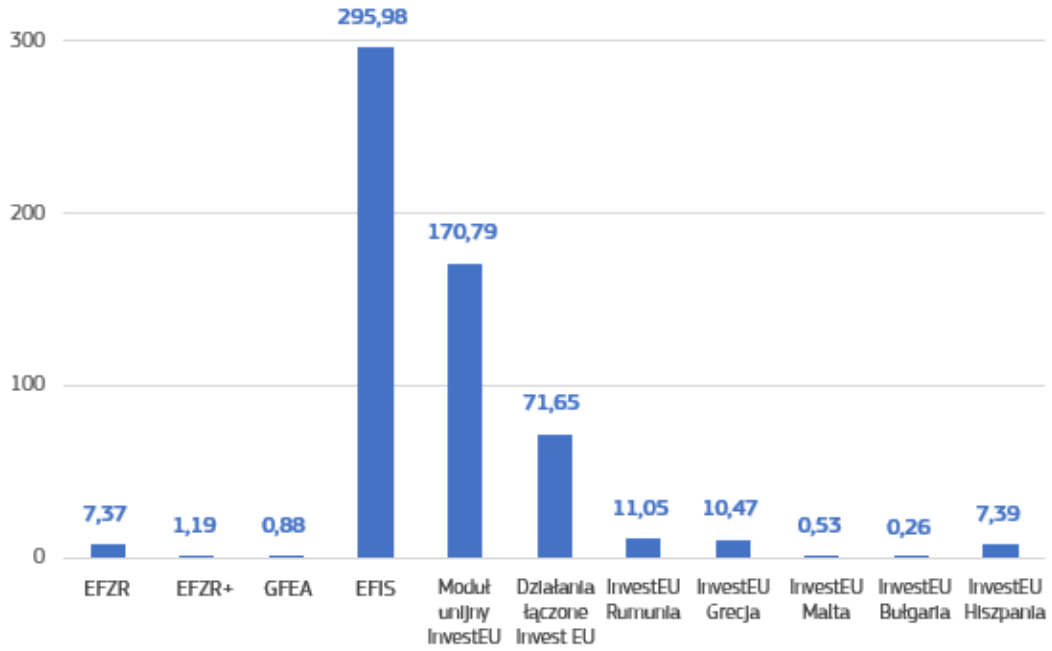
Poniżej podsumowano uruchomienia gwarancji w 2025 r. ([15]) oraz inne wymagania ([16]) dotyczące zasobów rezerw ulokowanych w modułach wspólnego funduszu rezerw:

([13]) Decyzja Komisji z dnia 25 marca 2020 r. w sprawie wytycznych dotyczących zarządzania aktywami wspólnego funduszu rezerw (C(2020)1896, Dz.U. C 131 z 22.4.2020, s. 3).
([14]) W porównaniu z 350 mln EUR w 2024 r.
([15]) Indywidualne uruchomienia gwarancji omówiono w odrębnym sprawozdaniu sporządzonym na podstawie art. 41 ust. 5 lit. f) rozporządzenia finansowego.
([16]) Płatności mogą być realizowane w 2026 r. lub później, co może wymagać korekty *ex post* sprawozdania za 2025 r.

Tabela 2: Wypływy wspólnego funduszu rezerw w 2025 r., szczegółowy przegląd (uruchomienia gwarancji po odliczeniu odzyskanych środków)

Moduł	w mln EUR	Charakter wypływu
EFZR	**7,37**	uruchomienia gwarancji
EFZR+	**1,19**	uruchomienia gwarancji
GFEA (Ogółem: -0,26 mln EUR)	**-1,13**	odzyskane środki
	0,88	koszty obsługi prawnej
EFIS	**295,98**	uruchomienia gwarancji, opłaty administracyjne, koszty finansowania, koszty odzyskiwania środków i korekty wartości
InvestEU UE	**170,79**	uruchomienia gwarancji, opłaty administracyjne, koszty finansowania i korekty wartości
Działania łączone InvestEU	**71,65**	uruchomienia gwarancji, opłaty administracyjne, koszty finansowania i korekty wartości
InvestEU Rumunia	**11,05**	uruchomienia gwarancji, opłaty administracyjne
InvestEU Grecja	**10,47**	uruchomienia gwarancji, opłaty administracyjne
InvestEU Malta	**0,53**	opłaty administracyjne
InvestEU Bułgaria	**0,26**	uruchomienia gwarancji
InvestEU Hiszpania	**7,39**	opłaty administracyjne
Wypływy razem	**576,41**	

Rys. 3: Wypływy wspólnego funduszu rezerw w 2025 r. (mln EUR)



1.4. Efektywny wskaźnik zasilenia rezerw

Art. 216 rozporządzenia finansowego stanowi, że zasilenie rezerw na użytek gwarancji budżetowych i pomocy finansowej na rzecz państw trzecich w ramach wspólnego funduszu rezerw opiera się na efektywnym wskaźniku zasilenia rezerw określonym w tym artykule. We wskaźniku tym uwzględnia się fakt, że wspólne zarządzanie wspólnym funduszem rezerw – w przeciwieństwie do zarządzania odrębnymi funduszami gwarancyjnymi – może prowadzić do potencjalnej dywersyfikacji, jeżeli uruchomienia różnych modułów nie będą skorelowane pod względem czasu lub intensywności.

Efektywny wskaźnik zasilenia to stosunek

- wymaganej kwoty środków pieniężnych i ekwiwalentów środków pieniężnych zgromadzonych we wspólnym funduszu rezerw, z uwzględnieniem efektów dywersyfikacji między modułami,
- do łącznej kwoty wymaganych środków pieniężnych i ekwiwalentów środków pieniężnych w przypadku, gdyby każdy moduł był zarządzany oddzielnie.

Zgodnie z prawem efektywny wskaźnik zasilenia powinien wynosić od 95 % do 100 %, przy czym wartość poniżej 100 % wskazuje na wystąpienie pewnych efektów dywersyfikacji. W wyniku (i) obliczeń opartych na ustalonej metodyce ([17]), (ii) panującej niepewności makroekonomicznej i geopolitycznej (niektóre moduły wspólnego funduszu rezerw są w dużym stopniu uzależnione od rozwoju sytuacji w Ukrainie) oraz (iii) braku jakiejkolwiek zaobserwowanej dywersyfikacji między uruchomieniami rezerw poszczególnych modułów Komisja zaproponowała, aby efektywny wskaźnik zasilenia rezerw na 2025 r. pozostał na poziomie 100 %. Podejście to zostało potwierdzone w przyjętym rocznym budżecie na 2025 r.

([17]) Decyzja delegowana Komisji (UE, Euratom) 2021/135 z dnia 12 listopada 2020 r. zawierająca szczegółowe warunki obliczania efektywnego wskaźnika zasilenia wspólnego funduszu rezerw (Dz.U. L 42 z 5.2.2021, s. 12) w związku z art. 216 ust. 2 i art. 279 rozporządzenia finansowego.

CZĘŚĆ 2: STRATEGIA INWESTYCYJNA, SKŁAD PORTFELA I WYNIKI

Ogólne zasady i uwarunkowania stanowiące podstawę strategii inwestycyjnej określono w wytycznych dotyczących zarządzania aktywami wspólnego funduszu rezerw i opisano szczegółowo w pierwszym sprawozdaniu rocznym za 2021 r. ([18]) W oparciu o zachowawcze podejście określone w wytycznych dotyczących zarządzania aktywami zarządzanie wspólnym funduszem rezerw odbywa się w taki sposób, aby dążyć co najmniej do zachowania kapitału w horyzoncie inwestycyjnym funduszu (9 lat) ([19]).

2.1. Skład i cechy portfela

W odzwierciedleniu ostrożnej polityki inwestycyjnej większość aktywów, w które inwestuje wspólny fundusz rezerw, to płynne papiery wartościowe o stałym dochodzie i wysokim ratingu, takie jak obligacje i weksle emitowane przez rządy, instytucje ponadnarodowe, agencje państwowe i przedsiębiorstwa. Chociaż większość z nich jest denominowana w euro, portfel obejmuje również niewielką alokację na obligacje denominowane w USD (głównie amerykańskie obligacje skarbowe); powiązane ryzyko walutowe jest zabezpieczone.

Po zmianie wytycznych dotyczących zarządzania aktywami w 2022 r. portfel obejmuje również niewielkie inwestycje za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych typu ETF śledzących szeroki indeks europejskich akcji, aby zapewnić dodatkowe możliwości dywersyfikacji i wzrostu wspólnego funduszu rezerw.

Jak pokazano na rys. 4, na koniec 2025 r. portfel wspólnego funduszu rezerw był odpowiednio zdywersyfikowany pod względem poszczególnych klas aktywów.

Dwie największe alokacje dotyczyły obligacji emitowanych przez państwa, instytucje ponadnarodowe i agencje (SSA – 45 %) oraz obligacji zabezpieczonych (23 %).

Inwestycje denominowane w USD stanowiły 4 % wartości rynkowej portfela ([20]), przy czym ryzyko walutowe było zabezpieczone kontraktami terminowymi typu forward ([21]).

Portfel posiada wiele poziomów płynności, ponieważ większość jego aktywów o różnych terminach zapadalności można łatwo upłynnić, jeżeli jest to konieczne do zrealizowania uruchomień gwarancji. Ponadto w grudniu 2025 r. około 10 % portfela stanowiły krótkoterminowe aktywa płynne ([22]), zapewniające dodatkowe źródło dostępnej płynności, oprócz wyżej wspomnianego bufora płynnościowego, który jest ulokowany w centralnej jednostce Komisji ds. zarządzania środkami finansowymi (zob. sekcja 1.3).

([18]) EUR-Lex – 52022DC0213 – PL – EUR-Lex (europa.eu).
([19]) Art. 2 ust. 1 wytycznych dotyczących zarządzania aktywami.
([20]) W porównaniu z 7 % w 2024 r.
([21]) Aktywa z portfela wspólnego funduszu rezerw można inwestować w zabezpieczone przed ryzykiem kursowym wysoce płynne obligacje denominowane w dolarach amerykańskich i emitowane przez państwa i instytucje ponadnarodowe, wyłącznie do celów dywersyfikacji i ekspozycji na inną krzywą stóp procentowych.
([22]) W porównaniu z 11 % w 2024 r.

Portfel wspólnego funduszu rezerw charakteryzował się wysoką jakością kredytową, ze średnim ratingiem A[23], co wskazuje na znikome prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązania ([24]). Ponad 37 % portfela zainwestowano w papiery wartościowe o jakości AAA ([25]), a pozostała część obejmuje spektrum z ratingiem na poziomie inwestycyjnym.

Na koniec 2025 r. akcje stanowiły około 7 % wartości rynkowej portfela ([26]). Alokacja ta istotnie przyczyniła się do ogólnego dodatniego wyniku portfela, generując 1,4 %[27] całkowitej rocznej stopy zwrotu wynoszącej 3,85%.

([23]) Średni rating opiera się na średnim prawdopodobieństwie niewykonania zobowiązania przez portfel, a nie na zwykłej średniej arytmetycznej ratingów poszczególnych emitentów. Ponieważ prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązania wykazuje nieliniowy wzrost we wszystkich kategoriach ratingowych, w szczególności z zakresu A do zakresu BBB, zakładany średni rating może być niższy niż zwykła średnia oparta na ratingu. Zgłoszony średni rating A odzwierciedla zatem tę metodykę opartą na prawdopodobieństwie niewykonania zobowiązania.

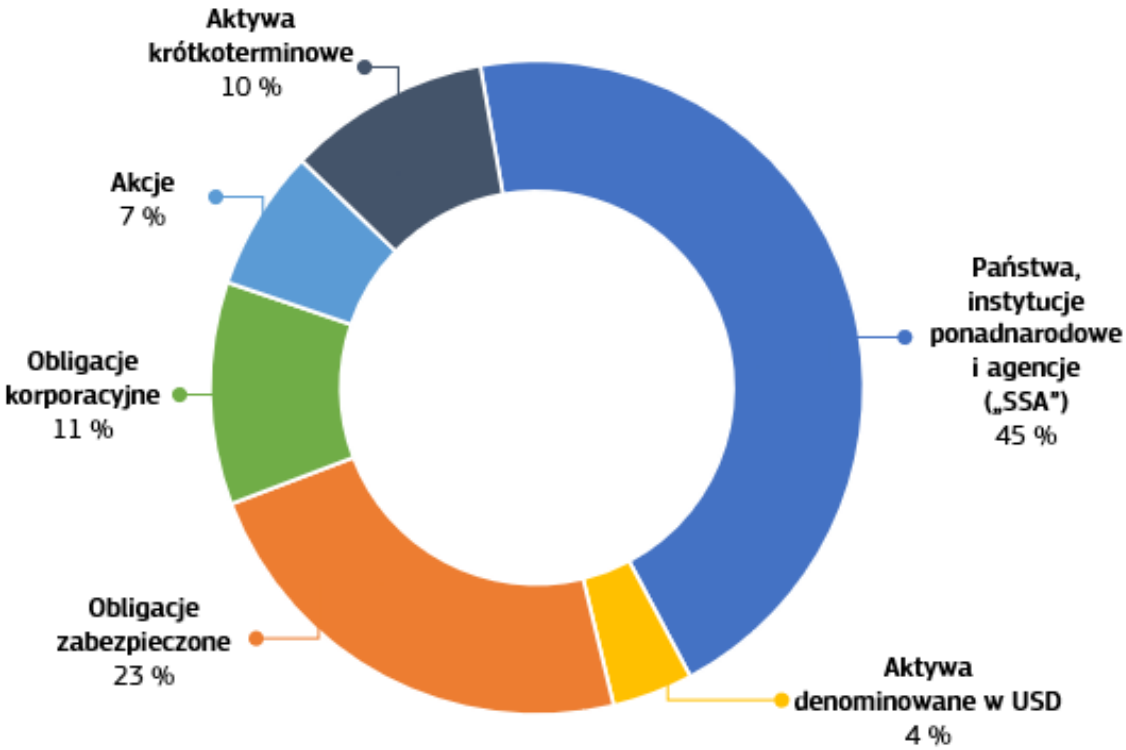
([24]) Prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązania wynoszące 0,04 % w horyzoncie jednego roku.

([25]) W porównaniu z ponad 40 % w 2024 r.

([26]) W porównaniu z 7 % w 2024 r.

([27]) Chociaż akcje stanowiły jedynie około 7–8 % portfela, istotnie przyczyniły się do jego ogólnego dodatniego wyniku, co odzwierciedlało dobre wyniki indeksu DJ STOXX w 2025 r.

Rys. 4: Podział portfela wspólnego funduszu rezerw na koniec roku (2025 r.)



2.2. Ślad środowiskowy, społeczny i związany z zarządzaniem (ESG)

W 2025 r. ślad ESG ([28]) portfela został zwiększony, a udział obligacji oznaczonych jako ESG ([29]) wyniósł 17 % w porównaniu z 16 % w 2024 r. Aktywne podejście do inwestowania z uwzględnieniem ESG sprzyja obligacjom oznaczonym jako ESG, pod warunkiem że są one zgodne z kryteriami zarządzania ryzykiem i ogólną strategią inwestycyjną.

2.3. Wyniki wspólnego funduszu rezerw w 2025 r.

W 2025 r. rozwój sytuacji na rynku był warunkowany przede wszystkim negocjacjami handlowymi, dynamiką inflacji i działaniami banku centralnego (zob. ramka poniżej). Pomimo wahań rynkowych spowodowanych głównie negocjacjami handlowymi stopniowe obniżanie stóp Europejskiego Banku Centralnego (EBC) w połączeniu z silnym wzrostem gospodarczym i odpornością rynków pracy zapewniły rynkom finansowym wsparcie, co miało pozytywny wpływ na wycenę portfela wspólnego funduszu rezerw. W tym kontekście wspólny fundusz rezerw osiągnął roczny zwrot w wysokości +3,85 %, przekraczając wartość odniesienia dla portfela ([30]) (+3,65%).

([28]) Ślad ESG – szybki wynik obrazujący ogólny wpływ portfela na kwestie środowiskowe, społeczne i związane z zarządzaniem.

([29]) Dokonując oceny obligacji pod kątem oznaczenia ESG na potrzeby alokacji wspólnego funduszu rezerw, Komisja opiera się na opublikowanej ocenie „wykorzystania wypływów" przedmiotowych aktywów, dokonywanej przez analityków i dostawców i uwzględnianej przez Komisję w realizacji jej zadania polegającego na zarządzaniu aktywami.

([30]) Zgodnie z wytycznymi dotyczącymi zarządzania aktywami wspólnego funduszu rezerw (decyzja C(2020) 1896) „aktywami powinien zarządzać zarządzający zasobami finansowymi na podstawie strategii inwestycyjnej, która polega na strategicznej alokacji aktywów i uwzględnia cele inwestycyjne i tolerancję ryzyka. Strategia

Rozwój sytuacji rynkowej w 2025 r.

W 2025 r. sytuację na rynkach finansowych kształtowały w dużej mierze trajektoria inflacji, decyzje polityczne banku centralnego i wydarzenia geopolityczne. Inne istotne kwestie obejmowały rozwój i realizację programu polityki zagranicznej i handlowej administracji Stanów Zjednoczonych, a także reformę niemieckiego hamulca zadłużenia, która umożliwiła zwiększenie finansowania zewnętrznego.

Na początku roku rynki w Europie uwzględniały w wycenach od czterech do pięciu obniżek stóp procentowych przez EBC, ponieważ inflacja stopniowo zbliżała się do docelowego poziomu 2 %. EBC zgodnie z oczekiwaniami dokonał szeregu obniżek, rozpoczynając rok czterema kolejnymi cięciami, które sprowadziły jego podstawowe stopy procentowe do około 2 %. W tym okresie inflacja ogólna spadła z najwyższego w skali roku poziomu 2,5 % w styczniu do najniższego, tj. 1,9 % w maju, po czym przez pozostałą część roku ustabilizowała się na poziomie blisko 2 %.

Na początku roku dochód z 10-letnich niemieckich obligacji skarbowych (*Bund*) wynosił 2,37% (co stanowiło prawie najniższy poziom w całym roku), a w marcu wzrósł do górnej granicy przedziału, osiągając 2,89 % po ogłoszeniu reform w zakresie hamulca zadłużenia Niemiec. Z tej zasady wyłączono wydatki na obronę przekraczające 1 % PKB oraz fundusz inwestycji infrastrukturalnych i w dziedzinie klimatu o wartości 500 mld EUR, co umożliwiło rządowi zaciągnięcie znacznie większych pożyczek. Ten gwałtowny wzrost rentowności obligacji *Bund* został częściowo odwrócony w kwietniu po tym, jak administracja USA ogłosiła nałożenie na towary nowych ceł obejmujących kilku partnerów handlowych. Decyzja ta wywołała niepokój na rynkach i spowodowała spadek rentowności obligacji *Bund*, ponieważ inwestorzy szukali bezpiecznych aktywów. W kolejnych miesiącach roku wynegocjowano obniżenie taryf celnych mających wpływ na UE i kilka innych państw, a dane gospodarcze pozostawały stabilne. Rentowność obligacji *Bund* ponownie stopniowo wzrosła i wyniosła na koniec roku 2,85 %.

W Stanach Zjednoczonych inflacja ogólna na początku roku kształtowała się na poziomie około 3 %, po czym w kwietniu spadła do 2,3 % wraz ze spadkiem cen energii. W tym okresie Rezerwa Federalna utrzymała niezmienioną stopę procentową w docelowym zakresie 4,25–4,50 %. Ogłoszone w kwietniu decyzje w sprawie ceł przyczyniły się do ponownego pojawienia się obaw związanych z inflacją. Ceny energii wzrosły, a inflacja w sektorze usług pozostawała wysoka, co spowodowało, że do września inflacja ogólna ponownie osiągnęła poziom około 3 %. Do tego czasu rynek pracy wykazywał oznaki osłabienia, co podczas ostatnich trzech posiedzeń w roku skłoniło Rezerwę Federalną do obniżenia stopy procentowej łącznie o 0,75 punktu procentowego, w związku z czym docelowy zakres osiągnął 3,50–3,75 %. Na koniec roku inflacja ogólna spadła do 2,7 %. Rentowność 10-letnich amerykańskich obligacji skarbowych osiągnęła najwyższy poziom, tj. 4,80 %, w styczniu 2025 r., po czym stopniowo spadała, aby zamknąć rok na poziomie 4,14 %.

inwestycyjna powinna być odzwierciedlona w strategicznej wartości odniesienia (zwanej dalej »wartością odniesienia«). Wartość odniesienia należy ustalić zgodnie z dobrymi praktykami w branży".

Wzrost gospodarczy zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Unii Europejskiej pozostawał stabilny pomimo wcześniejszej presji inflacyjnej i podwyższonych stóp procentowych. Gospodarka Stanów Zjednoczonych utrzymała silną dynamikę dzięki wydatkom konsumpcyjnym i inwestycjom, w szczególności związanym ze sztuczną inteligencją, podczas gdy w UE nastąpiło stopniowe ożywienie wraz ze zmniejszeniem presji na rynku energii i poprawą popytu krajowego. Ogólnie rzecz biorąc, obie gospodarki nadal się rozwijały, a inflacja stopniowo zbliżała się do poziomów docelowych.

Rynki akcji również odnotowały w ciągu roku dobre wyniki, przy czym kilka głównych indeksów osiągnęło nowe rekordowe poziomy. STOXX Europe 600 wzrósł o 16,7 %, a amerykański S&P 500 – o 16,4 %.

WNIOSKI

W 2025 r. wspólny fundusz rezerw osiągnął solidną bezwzględną stopę zwrotu wynoszącą +3,85 % (w 2024 r.: +3,57 %), przekraczając wartość odniesienia wynoszącą +3,65 %. W ujęciu bezwzględnym zwrot z funduszu przełożył się na zysk ekonomiczny za 2025 r. w wysokości 927 mln EUR (w 2024 r.: 755 mln EUR), co jeszcze bardziej zwiększyło jego stabilność finansową i zdolność do pokrycia strat. Chociaż niepewność geopolityczna wpływa na perspektywy, obecny poziom rentowności stanowi korzystną podstawę zwrotu w ujęciu średnioterminowym.

W 2023 r. wspólny fundusz rezerw rozszerzył swoją strategię przez stopniowe włączanie niewielkiej alokacji inwestycji na fundusze inwestycyjne typu ETF śledzące ogólnoeuropejskie indeksy akcyjne. Większość portfela pozostaje jednak zainwestowana w płynne instrumenty o wysokim ratingu i stałym dochodzie.

W ujęciu ogólnym strategiczna pozycja wspólnego funduszu rezerw zapewnia mu odporność na zmienność rynkową, pozwala mu w pełni i terminowo realizować wszelkie uruchomienia gwarancji oraz umożliwia osiągnięcie długoterminowej stabilności, zgodnie z jego celami inwestycyjnymi.