

Wysoka podaż nie zatrzyma spadków rentowności obligacji

- MF planuje w 2026 emisję hurtowych obligacji na kwotę 323 mld PLN, co oznacza wzrost zadłużenia netto o 196 mld PLN. Dodatkowo planowane będą emisje w ramach prefinansowania 2027.
- Struktura sprzedaży powinna pozostać stabilna, z dominacją aukcji regularnych. Oczekujemy miesięcznej sprzedaży na poziomie zbliżonym do 30 mld PLN.
- Preferencje inwestorów mogą przesunąć się w stronę papierów o stałym kuponie (65% sprzedaży w 2025). Wzrośnie też znaczenie nowych obligacji NZ opartych na POLSTR.
- Wysoka podaż na rynku pierwotnym będzie wywierać presję na wyceny obligacji, sprzyjając wystromieniu krzywej dochodowości i wzrostowi ASW w kierunku 100–110 pb w pierwszej połowie roku. W dalszym ciągu jednak oczekujemy jednoczesnego spadku rentowności papierów skarbowych.
- W celu sfinansowania emisji obligacji skarbowych w 1q26 na rynek pierwotny będzie musiało napłynąć w ujęciu netto przynajmniej 68 mld PLN, a w skrajnym scenariuszu nawet 85 mld PLN.
- Poza papierami skarbowymi, BGK planuje jeszcze w tym roku emisję obligacji FPC na kwotę 18,5 mld PLN. Realizacja tych planów prawdopodobnie nastąpi w I połowie 2026, jeśli utrzyma się solidny popyt ze strony krajowych inwestorów finansowych.

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirośław Budzicki

Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

Sprzedaż polskich obligacji skarbowych w 2026 zbliży się do 350 mld PLN

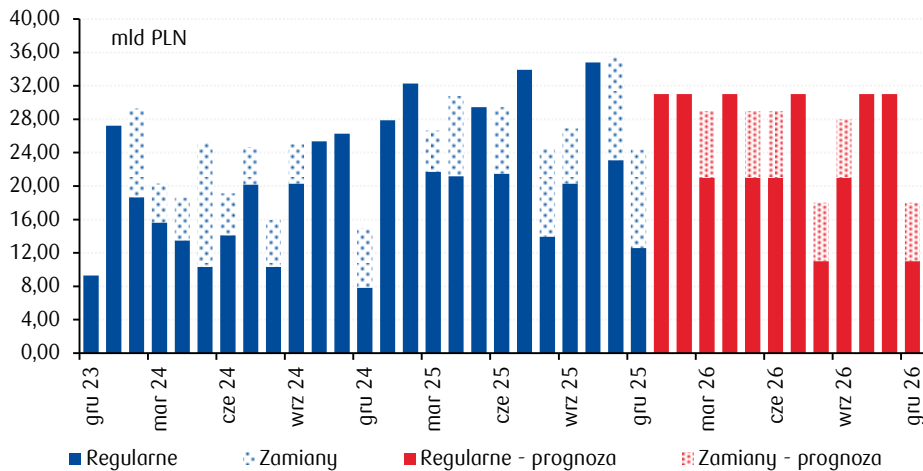
Ministerstwo Finansów w 2026 zamierza wyemitować hurtowe obligacje o łącznej wartości 323 mld PLN, co oznacza wzrost zadłużenia z tego tytułu o 196 mld PLN w ujęciu netto. Dodatkowo należy pamiętać, że resort finansów będzie chciał przynajmniej częściowo prefinansować potrzeby pożyczkowe planowane w kolejnym roku. Biorąc to pod uwagę zakładamy, że ostatecznie podaż papierów na rynku pierwotnym może okazać się nieco wyższa od planów sygnalizowanych w ustawie budżetowej.

Dla porównania w 2025 łączna sprzedaż obligacji hurtowych na aukcjach regularnych i zamiany wyniosła 356 mld PLN (82% w formule aukcji regularnych). Oznacza to, że miesięcznie MF emitowało papiery za 29,7 mld PLN i zbliżonych emisji spodziewamy się również w tym roku, przy zachowaniu podobnej struktury uwzględniającej aukcje regularne i zamiany. Warto jednocześnie wspomnieć, że resort finansów przekazał dodatkowo poza systemem aukcji obligacje skarbowe o łącznej wartości 17,9 mld PLN (część papierów później zostaje wprowadzona na rynek wtórny). Dla porównania rok wcześniej była to wartość 24 mld PLN.

Na ostateczny poziom podaży obligacji na rynku pierwotnym wpływ będzie miała realizacja planów MF w zakresie emisji innych instrumentów finansowych, w tym bonów skarbowych i obligacji oszczędnościowych. Ministerstwo Finansów zakłada, że łączna wartość netto zobowiązań z tytułu sprzedaży bonów w 2026 wzrośnie o 27 mld PLN, czyli ukształtuje się na podobnym poziomie jak w 2025. Biorąc pod uwagę wyniki tegorocznych aukcji i oczekiwane zmiany otoczenia rynkowego w kolejnych kwartałach takie założenie wydaje się realne. Nie widzimy

również istotnego zagrożenia w zakresie realizacji planów sprzedaży obligacji oszczędnościowych. MF planuje emisje papierów o wartości 81 mld PLN. Nasze prognozy są zgodne z tymi założeniami, a nawet widzimy przestrzeń do pozyskiwania z tego tytułu większych środków.

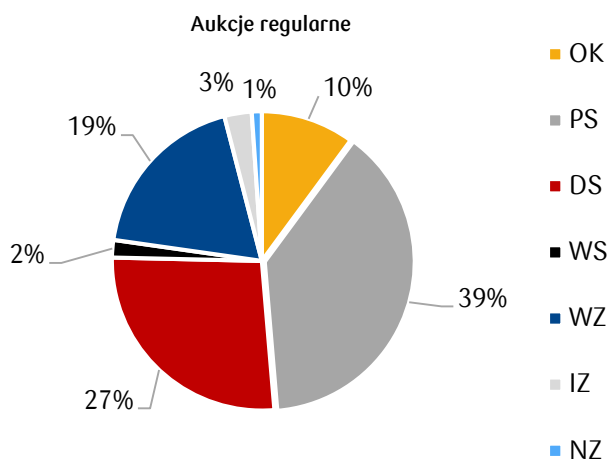
Wykres 1. Prognozowana miesięczna wartość sprzedaży hurtowych obligacji skarbowych denominowanych w PLN.



Źródło: PKO Bank Polski

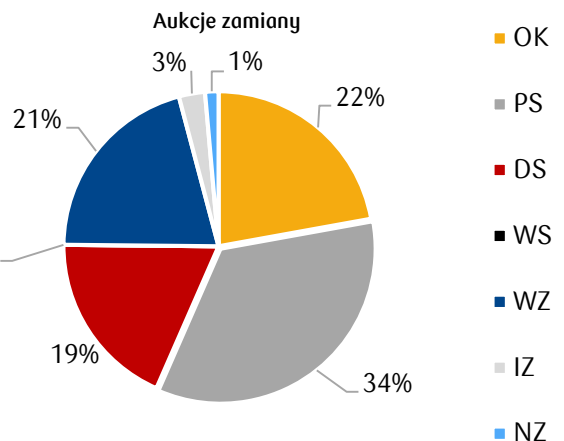
W 2025 istotnym wydarzeniem na rynku pierwotnym było wprowadzenie do obrotu zmiennoprocentowych papierów serii NZ opartych na nowej stawce POLSTR. Od listopadowego debiutu na aukcjach wartość ich sprzedaży wyniosła już 5,3 mld PLN, co jest wartością wysoką wobec naszych pierwotnych oczekiwań. Zakładamy, że stopniowo będą one wypierać emitowane dotychczas obligacje serii WZ.

Wykres 2. Struktura sprzedaży hurtowych obligacji na aukcjach regularnych w 2025.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 3. Struktura sprzedaży hurtowych obligacji na aukcjach zamiany w 2025.



Źródło: PKO Bank Polski

W środowisku spadającej inflacji popyt na obligacje oparte na wskaźniku inflacji zapewne utrzymywać się będzie na niskim poziomie. Dla przykładu w 2025 resort finansów sprzedał na aukcjach regularnych papiery serii IZ stanowiące zaledwie 3% całej sprzedaży, podczas gdy w poprzednim roku było to blisko aż 8%. Oczekiwane przez nas dalsze obniżki stóp procentowych NBP w środowisku spadającej inflacji będą podtrzymywać zainteresowanie inwestorów 5- i 10-letnimi papierami o stałym kuponie.

W 2025 stanowiły one blisko 65% całej sprzedaży na aukcjach regularnych i zamiany, natomiast rok wcześniej było to 62%.

Wysoka podaż będzie naszym zdaniem ciążyć wycenom polskich obligacji sprzyjając tendencji do lekkiego stromienia się krzywej dochodowości. Możliwy jest również wzrost asset swap spreadów powyżej 100 pb. w 1q26. Mimo negatywnego wpływu na krajowy rynek długu nie spodziewamy się, aby wysoka podaż miała potencjał do zmiany trendów rynkowych.

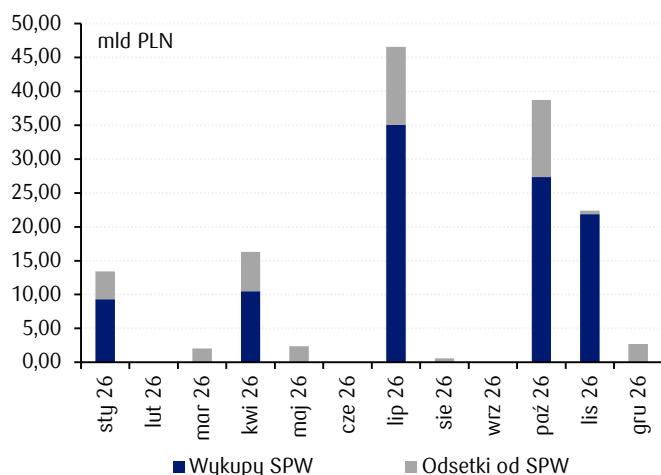
BGK w 2026 planuje emisje obligacji na kwotę 18,5 mld PLN

Poza papierami skarbowymi w 2026 będą emitowane obligacje BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19. W planie finansowym FPC przewidziane są emisje na poziomie 18,5 mld PLN. Dla porównania w zeszłym roku łączna sprzedaż wyniosła 27,7 mld PLN, uwzględniając dodatkowe emisje (9,5 mld PLN) zrealizowane pod koniec roku. Można się spodziewać, że BGK będzie starał się wykonać plan na początku 2026. Przy założeniu utrzymania dotychczasowej ścieżki emisji papierów FPC spodziewać się można, że plan zostanie zrealizowany w pierwszej połowie 2026. Dla porównania w 4q25 BGK uplasował na aukcjach obligacje o wartości 9,5 mld PLN. Czynnikiem ryzyka pozostaje natomiast to, czy mocny popyt ze strony krajowych inwestorów finansowych utrzyma się również w najbliższych kwartałach. Na pierwszej tegorocznej aukcji BGK uplasował papiery o łącznej wartości aż 4,4 mld PLN.

Na rynek długu w ujęciu netto będzie musiało w 1q26 napłynąć przynajmniej 68 mld PLN

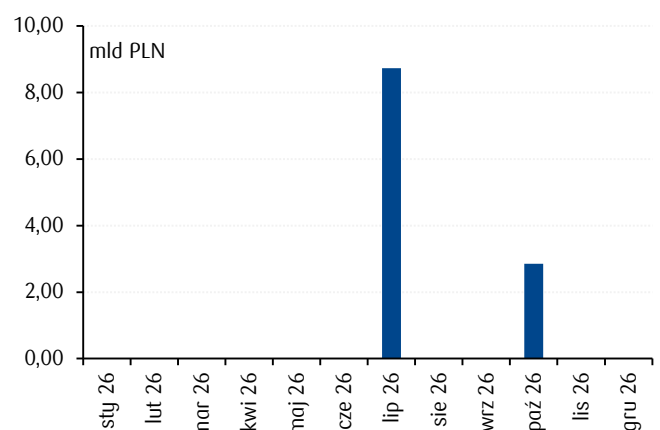
Na krajowym rynku długu wartość zapadających obligacji i wypłacanych odsetek szacujemy w 1q26 na około 15,5 mld PLN. Warto zwrócić uwagę, że bank centralny nie posiada w swoim portfelu papierów WZ0126 zapadających w styczniu. Oznacza to, że środki w całości trafią do inwestorów wspierając popyt.

Wykres 4. Miesięczna wartość wykupów obligacji skarbowych, odsetek i papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 5. Wartość papierów dłużnych znajdujących się w portfelu NBP i zapadających w 2026.

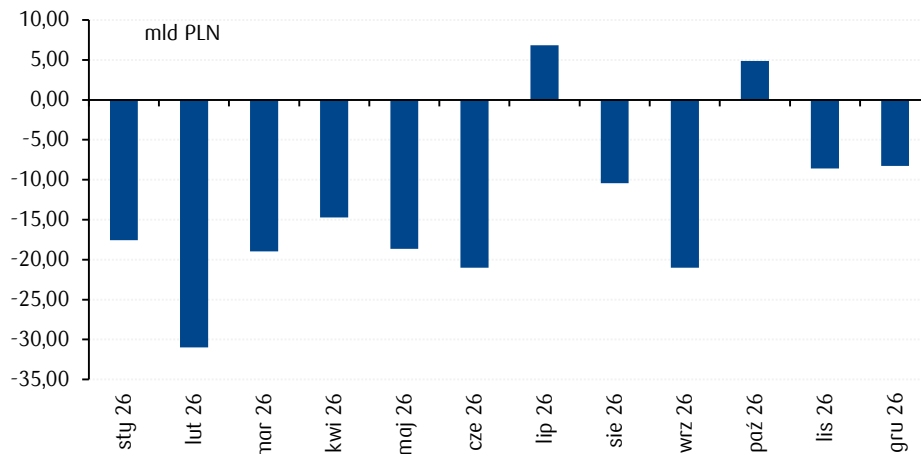


Źródło: PKO Bank Polski

Z drugiej strony, w celu sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych Ministerstwo Finansów na początku 2026 będzie plasowało znaczące emisje hurtowych obligacji preferując aukcje regularne. Zakładamy, że sprzedaż zrealizowana na ośmiu przetargach w tej właśnie formule wyniesie w pierwszych trzech miesiącach roku około 83 mld PLN. Biorąc pod uwagę plany emisyjne opublikowane przez Ministerstwo

Finansów, gdzie oferta mieści się między 75 a 100 mld PLN, całkowita wartość może okazać się nawet wyższa od naszych szacunków. Aby możliwe było sfinansowanie tych zakupów na rynek pierwotny w ujęciu netto będzie musiał napłynąć kapitał w wysokości 68 mld PLN, a w skrajnym scenariuszu nawet 85 mld PLN. Duża podaż plasowana na rynku i absorbująca istotną część płynności rynku finansowego będzie ciężać wycenom polskich obligacji.

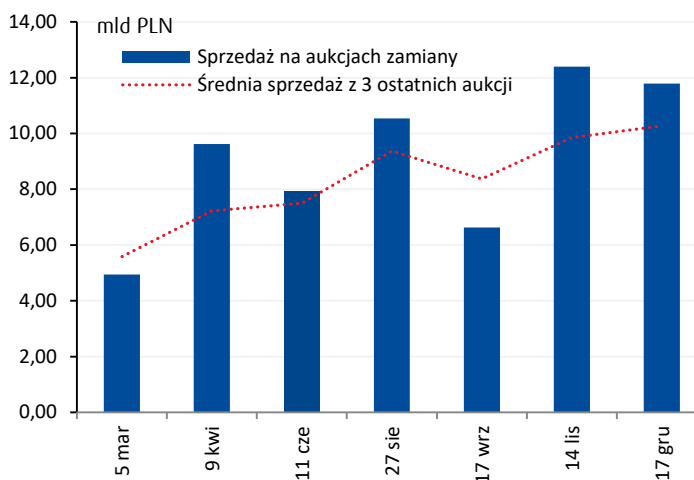
Wykres 6. Prognozowane przepływy w ujęciu netto (napływ środków na rynek minus emisje obligacji na aukcjach).



Źródło: PKO Bank Polski

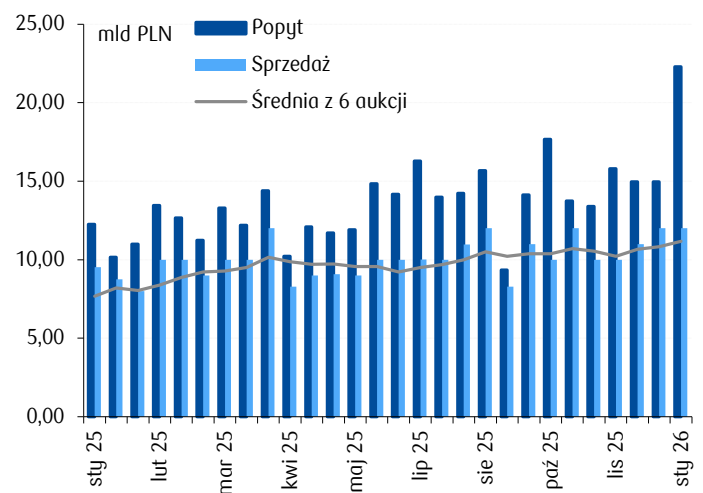
Póki co tego negatywnego wpływu nie widać w wycenach papierów skarbowych. Początek roku rozpoczął się bardzo korzystnie dla resortu finansów. Na pierwszej tegorocznej aukcji MF sprzedało obligacje o maksymalnej wartości 12 mld PLN (w ramach dodatkowej sprzedaży jeszcze za 1,7 mld PLN) przy bardzo wysokim popycie przekraczającym 22 mld PLN. Na rynku doszło też do zawężenia się asset swap spreadów w sektorze 10 lat poniżej 90 pb.

Wykres 7. Średnia wartość emisji obligacji hurtowych na aukcji zamiany w 2025 wyniosła 9,1 mld PLN.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 8. Na aukcjach regularnych Ministerstwo Finansów sprzedaje hurtowe obligacje o wartości w przedziale 8-12 mld PLN (bez sprzedaży dodatkowej).



Źródło: PKO Bank Polski

Biorąc pod uwagę planowany wzrost podaży obligacji w pierwszej połowie tego roku oczekiwać można, że niezaspokojony popyt na kolejnych przetargach będzie systematycznie redukowany. Naszym zdaniem na początku roku mogło dojść do lekkiego przereagowania - asset swap spready zawęziły się zbyt mocno, a rentowności spadły zbyt dynamicznie. W tym kontekście w perspektywie najbliższych miesięcy pojawia się ryzyko korekty i rozszerzenia ASW. W bazowym scenariuszu zakładamy, że spready w sektorze 10 lat powoli będą podnosić się w kierunku 100-110 pb. Poza sytuacją na rynku pierwotnym za takim scenariuszem będzie przemawiać również fakt, że agencje ratingowe dokonają okresowego przeglądu oceny kredytowej Polski w 1q26. Biorąc pod uwagę ostatnią zmianę perspektywy ratingu na negatywną nie można wykluczyć zaskoczenia ze strony obniżenia oceny lub też publikacji bardziej krytycznych komentarzy wskazujących na wysoki poziom nierównowagi finansów sektora publicznego. Mimo potencjalnego rozszerzenia się spreadów nie oczekujemy, aby podwyższona podaż na rynku pierwotnym zatrzymała spadki rentowności w perspektywie kolejnych kwartałów.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Materiał został ukończony 15 stycznia 2026 roku o godz. 13:00.

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną jednostką PKO BP S.A. (Bank). BSR nie zawiera i nie pośredniczy w zawieraniu transakcji na rynku finansowym. Publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Informacje zawarte w Publikacji nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, rekomendacja inwestycyjna, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Bank dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w Publikacji informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Publikacja powstała na podstawie niezależnych badań analitycznych prowadzonych w BSR na podstawie ogólnodostępnych źródeł informacji o charakterze ekonomiczno-rynkowym. Ewentualne opinie analityków zawarte w Publikacji zostały sporządzone przez nich w sposób niezależny i mogą ulegać zmianie.

Ewentualna ocena instrumentów finansowych zawarta w Publikacji dokonywana jest przy zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia wartości godziwej danego instrumentu finansowego. Główne zalety: bazuje na obiektywnych czynnikach; główne słabości: istotny lub nawet dominujący wpływ na wartość rynkową, szczególnie w krótkim terminie, mogą wywierać czynniki pozafundamentalne. Metoda porównawcza obejmuje porównanie wycen rynkowych zbliżonych do siebie instrumentów finansowych w celu zidentyfikowania bezwzględnego i względnego przewartościowania lub niedowartościowania. Główne zalety: identyfikacja względnych nieefektywności rynkowych; główne słabości: porównywanie instrumentów finansowych, które nie są tożsame rodzi ryzyko nadmiernego uproszczenia i w konsekwencji wyciągnięcia błędnych wniosków. Metoda rynkowa służy do określania przewidywanych zmian w podaży i popycie na dany instrument finansowy wynikających z różnorodnych przyczyn m.in. na podstawie analizy pozycji portfelowych lub zagregowanej opinii uczestników rynku względem danego instrumentu finansowego; główne słabości: fragmentaryczność i opóźnienie danych będących podstawą analizy. Metoda techniczna jest metodą uzupełniającą, przydatną w szczególności w identyfikowaniu krótkoterminowych trendów. Polega głównie na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych, w celu określenia w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Główne zalety: względnie krótki czas analizy; główne słabości: zjawiska z przeszłości nie muszą powtórzyć się w przyszłości. W przypadku pytań lub wątpliwości dotyczących wymienionych metodologii zalecany jest kontakt z analitykami BSR.

Akcjonariuszem posiadającym powyżej 5 wyemitowanego kapitału zakładowego jest Skarb Państwa. Bank może być animatorem emitenta, rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych wymienionych w Publikacji jak również posiadać je w swoim portfelu. Bank na mocy zawartych umów pełni funkcję Dealera Rynku Pieniężnego oraz Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji. Niezależnie od informacji przekazanych przez Bank, przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien dokonać całościowej oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści i ewentualnych strat, warunków i skutków prawnych, księgowych i podatkowych transakcji, wpływu czynników rynkowych na wartość inwestycji i wynik transakcji oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć ryzyko związane z daną transakcją. Instrumenty finansowe oraz transakcje, których są przedmiotem mogą być nieodpowiednie do indywidualnej sytuacji niektórych Klientów. Ostateczna decyzja o zawarciu transakcji, okresu inwestycji i wielkości zaangażowanych środków każdorazowo należy wyłącznie do Klienta.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP 525-000-77-38, REGON 016298263, kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.