

## Finansowanie potrzeb pożyczkowych Polski przebiega zgodnie z planem

- Ministerstwo Finansów uplasowało w 1q26 obligacje o wartości 100 mld PLN, co znacząco ogranicza ryzyko związane z realizacją potrzeb pożyczkowych państwa. Przełożyło się to na nadwyżkę finansowania w relacji do naszych prognoz rządu 10 mld PLN.
- Zaburzenia na rynku pierwotnym obserwowane w marcu wynikały głównie z szoku geopolitycznego (konflikt na Bliskim Wschodzie), co wymusiło taktyczne dostosowania po stronie Ministerstwa Finansów. Brak istotnej fundamentalnej zmiany stanu finansów publicznych Polski sugeruje przejściowy charakter spadku popytu.
- W 2q26 oczekujemy podaży obligacji na poziomie 89 mld PLN, co implikuje konieczny napływ kapitału netto w wysokości 54 mld PLN (w skrajnym wypadku 71 mld PLN). W scenariuszu deeskalacji sytuacji geopolitycznej wpływ emisji na rynek wtórny powinien pozostać zasadniczo neutralny.
- Struktura emisji pozostaje stabilna i zdominowana przez 5- i 10-letnie obligacje stałokuponowe (2/3 podaży), co wspiera scenariusz stabilizacji asset swap spreadów w sektorach 5Y i 10Y w pobliżu 70pb i 95pb.
- Ministerstwo Finansów zwiększa udział obligacji zmiennokuponowych opartych o POLSTR (seria NZ). Bez względu na uwarunkowania okołorynkowe średnia miesięczna sprzedaż sięga 6,5 mld PLN.
- Wysoki poziom prefinansowania (41% potrzeb pożyczkowych na koniec marca) oraz znaczne bufony płynnościowe (ok. 170 mld PLN na rachunkach MF) istotnie ograniczają ryzyko refinansowania długu nawet w scenariuszu utrzymania podwyższonej zmienności rynkowej.

Biurowo Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

 @PKO\_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirosław Budzicki

Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

### Konflikt na Bliskim Wschodzie nie zagraża planom emisyjnym Ministerstwa Finansów

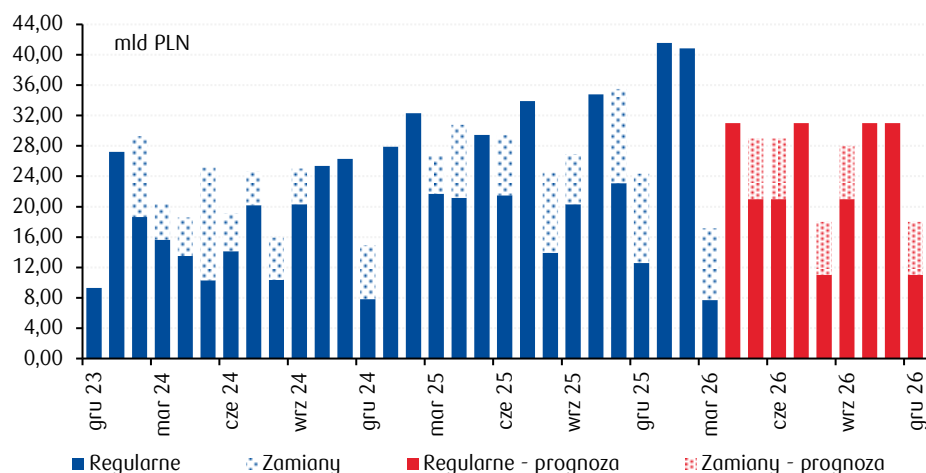
W 1q26 Ministerstwo Finansów uplasowało hurtowe obligacje skarbowe o łącznej wartości 100 mld PLN, z czego 9,5 mld PLN w formule aukcji zamiany. Była to sprzedaż wyraźnie wyższa niż oczekiwaliśmy, co pozwoliło zdecydowanie zwiększyć stopień pokrycia tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Dla porównania prognozowaliśmy, że łączna sprzedaż w pierwszych miesiącach 2026 wyniesie 91 mld PLN, z czego 8 mld PLN w formule aukcji zamiany. Warto podkreślić, że tak dobry wynik został osiągnięty mimo wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie i spadku popytu na papiery oferowane w marcu.

Jak dotąd Ministerstwo Finansów realizuje założenia dotyczące zabezpieczenia finansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych i nie widać w tym zakresie poważniejszych zakłóceń i zagrożeń. Biorąc pod uwagę bardzo dobry początek I kwartału, MF ma, w naszej ocenie, nadwyżkę sięgającą blisko 10 mld PLN. Wybuch wojny na Bliskim Wschodzie doprowadził jednak do gwałtownego wzrostu zmienności na rynku długu, co przełożyło się na wyraźny spadek popytu na rynku pierwotnym. W efekcie MF odwołało aukcję z 11 marca, 18 marca zmieniło formułę aukcji na aukcję zamiany, a 25 marca ograniczyło podaż do 3-8 mld PLN (wobec pierwotnie planowanych 7-13 mld PLN).

W 2q26 zakładamy, że Ministerstwo Finansów sprzeda obligacje o wartości blisko 89 mld PLN, z czego 16 mld PLN na aukcjach zamiany. Dla porównania MF zakłada sprzedaż na poziomie 50-90 mld PLN w ramach 7-8 aukcji i dodatkowe przeprowadzenie

jednej lub dwóch aukcji zamiany. Popyt w kwietniu powinny wspierać zapadające papiery i wypłata odsetek na kwotę blisko 15 mld PLN. Wielkość i struktura sprzedaży papierów będą w dużej mierze uzależnione od dalszego rozwoju wydarzeń na Bliskim Wschodzie. W scenariuszu bazowym zakładamy, że podwyższona awersja do ryzyka będzie utrzymywała się w kwietniu, po czym w dalszej części kwartału powinno dojść do wyraźnej deeskalacji. Stało się to bardziej prawdopodobne po informacji o dwutygodniowym rozejmie w konflikcie na Bliskim Wschodzie. W takim scenariuszu oczekiwane plany emisyjne nie wydają się zagrożone, a nowa sprzedaż powinna mieć neutralny wpływ na rynek wtórny.

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

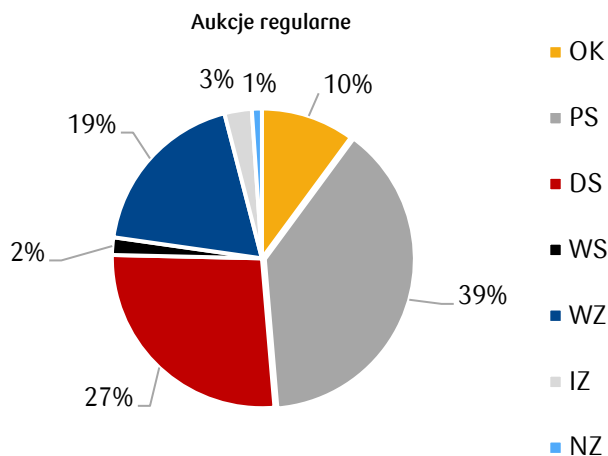


Źródło: PKO Bank Polski

**Popyt koncentruje się na 5- i 10-letnich obligacjach stałokuponowych**

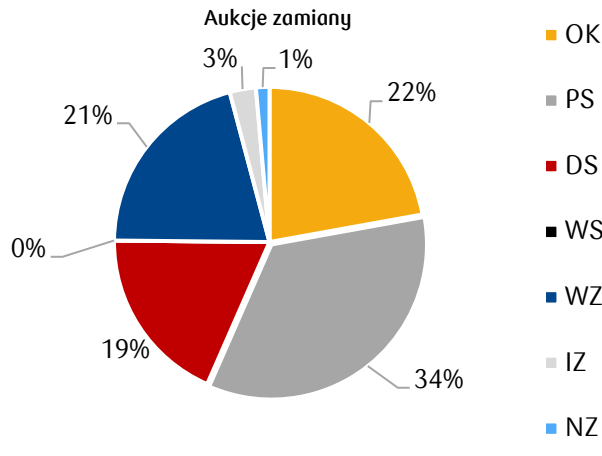
Struktura sprzedaży obligacji nie powinna znacząco odbiegać od tego co obserwowaliśmy w 2025. Potwierdzeniem tej tezy mogą być wyniki aukcji regularnych przeprowadzonych w 1q26. Zdecydowanie największy udział w sprzedaży miały obligacje 5- i 10-letnie ze stałym kuponem (udział w sprzedaży wyniósł 68%, wobec 67% w 2025).

**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

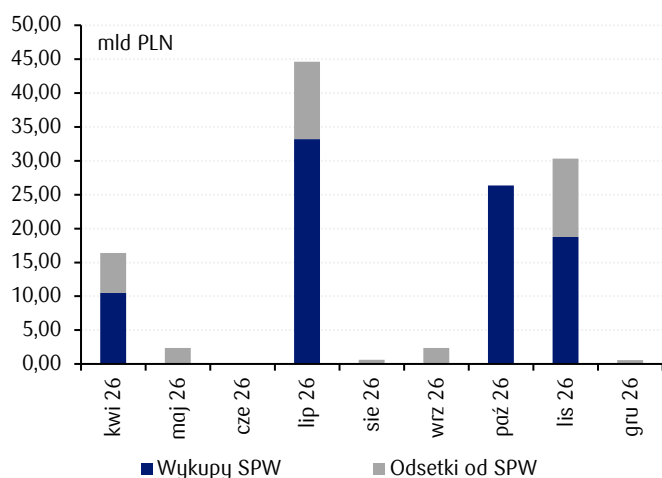
W 2q26 Ministerstwo Finansów najprawdopodobniej nadal będzie emitować głównie papiery serii PS i DS, które będą stanowiły około dwóch trzecich podaży. Jest to argument wspierający tezę o stabilizacji ASW w sektorach 5Y i 10Y w pobliżu odpowiednio 70pb i 95pb. W ostatnich miesiącach nie widać większego zainteresowania obligacjami serii IZ indeksowanymi inflacją, a ich udział w sprzedaży w 2026 nie przekraczał 2%. Nic nie wskazuje na to, aby w najbliższych miesiącach wartość emisji tych papierów miała wzrosnąć (choćby potencjalnie pobudzić sprzedaż mogły proinflacyjne skutki konfliktu na Bliskim Wschodzie). W dalszej części roku powinniśmy obserwować wzrost udziału obligacji serii NZ opartych na nowym benchmarku POLSTR. Pisaliśmy o tym w raporcie specjalnym „[Obligacje zmiennoprocentowe wyraźnie zyskują na wartości w 2026](#)”. Ostatnie miesiące pokazują, że MF emituje te papiery bez względu na uwarunkowania okołorynkowe, a średnia miesięczna sprzedaż wynosi 6,5 mld PLN. Mimo że udział tych papierów w emisjach sięgał w tym roku 23%, na razie stanowią one zaledwie 1,5% wszystkich wyemitowanych obligacji.

Trwający od początku marca konflikt na Bliskim Wschodzie ma ograniczony wpływ na koszt obsługi długu Polski. W tym okresie Ministerstwo Finansów wyemitowało papiery o wartości 17,2 mld PLN oraz dokonało okresowej aktualizacji kuponów obligacji zmiennoprocentowych. Niemniej roczny wzrost kosztów można szacować na zaledwie 0,3 mld PLN przy założeniu, że w perspektywie kilku tygodni dojdzie do deeskalacji. Dodatkowe obciążenie dla budżetu państwa stanowią także obniżki stawek VAT i akcyzy (około 1,6 mld PLN miesięcznie) i pośrednio zahamowanie procesu luzowania polityki pieniężnej przez NBP.

## Rynek pierwotny w kwietniu powinny wesprzeć wykupy papierów i odsetki

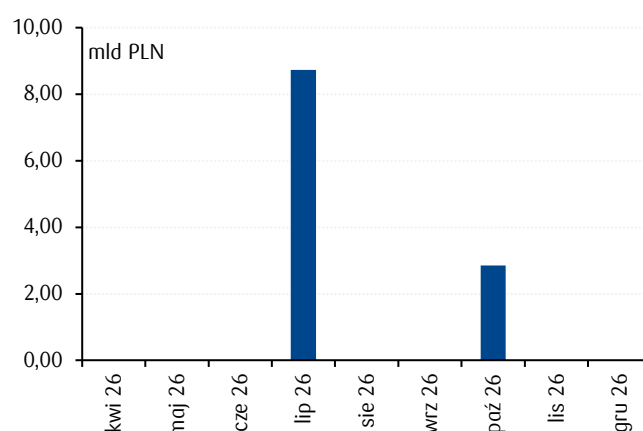
Na krajowym rynku długu wartość zapadających hurtowych obligacji oraz wypłat odsetek szacujemy w 2q26 na około 19 mld PLN. Warto zwrócić uwagę, że bank centralny nie posiada w swoim portfelu papierów OK0426 zapadających w kwietniu. Oznacza to, że środki praktycznie w całości trafią do inwestorów, wspierając popyt. Dodatkowo warto zwrócić uwagę, że w czerwcu zapadać będą bony skarbowe na kwotę 4,9 mld PLN.

**Wykres 4. Miesięczna wartość wykupów obligacji skarbowych i papierów gwarantowanych przez Skarb Państwa oraz wypłat odsetek.**



Źródło: PKO Bank Polski

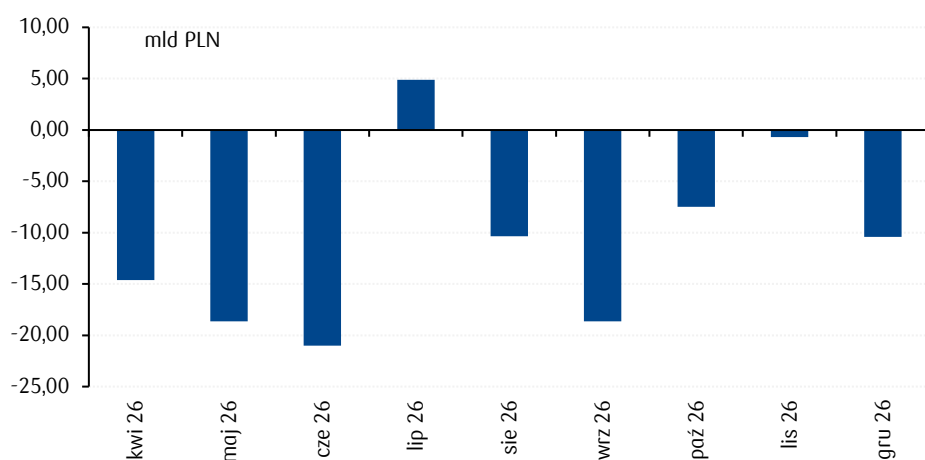
**Wykres 5. Wartość papierów dłużnych znajdujących się w portfelu NBP i zapadających w 2026.**



Źródło: PKO Bank Polski

Z drugiej strony, w celu sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych Ministerstwo Finansów będzie w 2q26 plasowało znaczące emisje hurtowych obligacji, preferując aukcje regularne. Zakładamy, że sprzedaż zrealizowana na siedmiu przetargach w tej właśnie formule wyniesie w kolejnych trzech miesiącach około 73 mld PLN. Biorąc pod uwagę plany emisyjne opublikowane przez Ministerstwo Finansów, w których oferta mieści się między 50 a 90 mld PLN, całkowita wartość może okazać się nawet wyższa od naszych szacunków. Aby możliwe było sfinansowanie tej podaży na rynek pierwotny w ujęciu netto będzie musiał napłynąć kapitał w wysokości 54 mld PLN, a w skrajnym scenariuszu 71 mld PLN. Duża podaż plasowana na rynku i absorbująca istotną część płynności sektora finansowego będzie ciężyć wycenom polskich obligacji, chociaż nie ma potencjału do zmiany dominujących trendów.

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



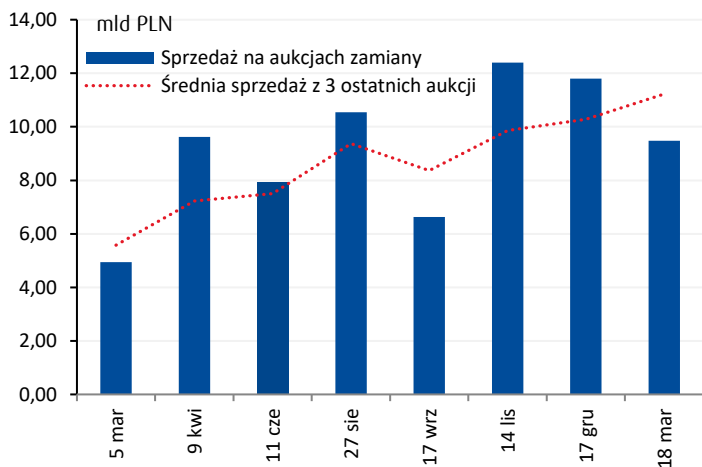
Źródło: PKO Bank Polski

#### Deeskalacja na Bliskim Wschodzie przyniesie wzrost popytu na obligacje

Na rynku pierwotnym od początku roku utrzymywał się wysoki popyt na polskie obligacje hurtowe. W okresie od stycznia do lutego średni wskaźnik bid-to-cover w przypadku aukcji regularnych (bez uwzględnienia sprzedaży dodatkowej) wyniósł 1,7. Warto przy tym zaznaczyć, że Ministerstwo Finansów plasowało wówczas na rynku pierwotnym duże emisje mieszczące się w przedziale pomiędzy 11,9 a 13 mld PLN.

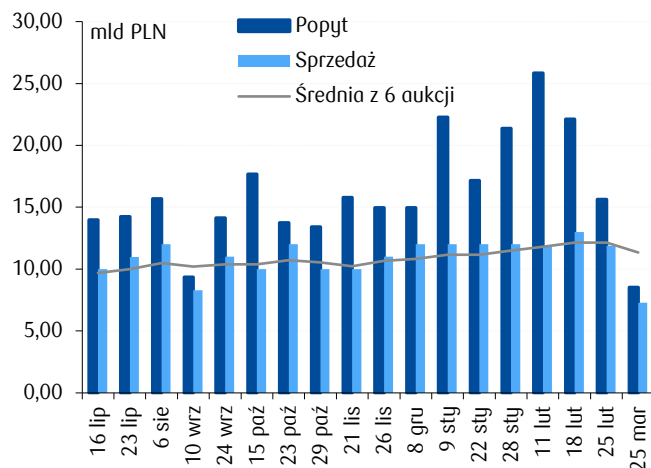
Na początku 2026 rosnący popyt na obligacje obserwowaliśmy właściwie we wszystkich kategoriach inwestorów, poza zakładami ubezpieczeniowymi i funduszami emerytalnymi. Sytuacja zmieniła się dopiero w marcu, jednak wynikała ona niemal wyłącznie z wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie. Biorąc pod uwagę, że sytuacja finansów publicznych Polski jak dotąd nie uległa istotnej zmianie, należy oczekiwać powrotu inwestorów na rynek pierwotny i odbudowy popytu wraz z wygaszeniem działań wojennych. Chociaż w związku z wojną w Zatoce Perskiej agencje ratingowe opublikowały raporty podkreślające negatywny wpływ konfliktu na finanse publiczne oraz tempo wzrostu PKB, inwestorzy zdają sobie sprawę z ryzyka obniżenia oceny kredytowej kraju przy okazji okresowej jesiennej rewizji. Jeśli zatem ryzyko tego negatywnego scenariusza wzrosło, to nieznacznie. Przy braku istotnej zmiany sytuacji fundamentalnej obecne poziomy cenowe są zdecydowanie atrakcyjniejsze i motywują do zakupów w dłuższym horyzoncie.

**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 od marca 2026 odnotowało wyraźnie niższy popyt.**



Źródło: PKO Bank Polski

Warto wspomnieć, że nawet w przypadku negatywnego rozwoju wydarzeń na Bliskim Wschodzie Ministerstwo Finansów nie powinno mieć problemów z pokryciem tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Według danych na koniec marca 2026 zostały one sfinansowane w 41%. Co więcej, MF dysponuje na rachunkach budżetowych środkami sięgającymi 170 mld PLN, a zmniejszenie tej rezerwy nawet do ok. 100 mld PLN nie stanowiłoby większego problemu z punktu widzenia bezpieczeństwa zarządzania długiem państwa.

## Departament Analiz Ekonomicznych

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

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Strategii Rynkowych

[bsr@pkobp.pl](mailto:bsr@pkobp.pl)

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

Materiał został ukończony 10 kwietnia 2026 roku o godz. 10:48.

### Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydziałem 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 bezwzględnej i względnej 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.