

Sprzedaż obligacji detalicznych może w 2026 ustanowić nowy rekord

- W 1q26 sprzedaż detalicznych obligacji skarbowych w Polsce osiągnęła 19,1 mld PLN, co oznacza wzrost o 10% w ujęciu rocznym. Wysoka sprzedaż ogranicza ryzyko finansowania potrzeb pożyczkowych państwa.
- Marcowy wzrost sprzedaży potwierdza odporność segmentu detalicznego na rosnące ryzyko geopolityczne. Sprzedaż papierów w 2026 powinna wzrosnąć do 91 mld PLN, ustanawiając nowy rekord.
- Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie i wzrost cen surowców energetycznych przejściowo zwiększyły popyt na papiery indeksowane inflacją. W efekcie odnotowaliśmy pierwszy od lutego 2024 miesięczny wzrost sprzedaży netto obligacji Czteroletnich Indeksowanych COI.
- Rosnąca skala emisji detalicznych obligacji zwiększa konkurencję o oszczędności i nasila efekt wypychania depozytów bankowych. Przy wskaźniku płynności LCR sektora powyżej 240% i ograniczonej akcji kredytowej wpływ na koszty finansowania banków pozostaje umiarkowany.
- Obniżki stóp NBP pogarszają względną atrakcyjność najkrótszych i zmienno kuponowych obligacji detalicznych, podczas gdy trzyletnie obligacje stałoprocentowe TOS nadal cieszą się zainteresowaniem.
- W 2026 popyt na obligacje detaliczne powinien być wspierany przez solidny wzrost dochodów realnych, stabilizację stóp NBP i dalszą akumulację oszczędności. Rynek zbliża się jednak do fazy, w której wyższy koszt finansowania detalicznego, większa wrażliwość inwestorów na warunki rynkowe i rosnąca zmienność kosztów obsługi długu mogą ograniczać przestrzeń do dalszej ekspansji Ministerstwa Finansów.

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirosław Budzicki

Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

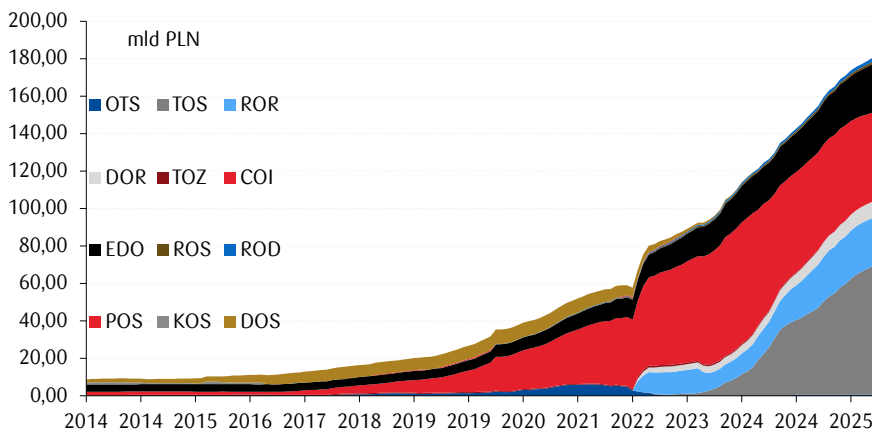
tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

Sprzedaż detalicznych obligacji skarbowych przebiega szybciej od planu

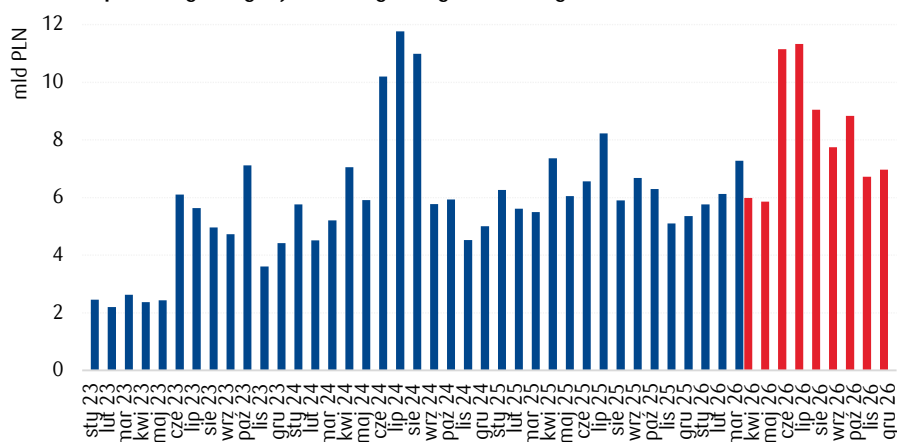
W 1q26 Ministerstwo Finansów sprzedało detaliczne obligacje skarbowe za 19,1 mld PLN, czyli 10% więcej niż rok wcześniej (17,4 mld PLN). Dla porównania, nasza prognoza zakładała nieco niższą skalę emisji na poziomie zbliżonym do 18 mld PLN.

Wykres 1. Na koniec marca 2026 zobowiązania z tytułu polskich obligacji detalicznych wzrosły do 180,6 mld PLN, co stanowiło 9% zadłużenia Skarbu Państwa.



Wysoka sprzedaż obligacji redukuje ryzyko związane z finansowaniem tegorocznych potrzeb pożyczkowych państwa. MF założyło, że z tego tytułu pozyska 18 mld PLN w ujęciu netto, a w ujęciu brutto 81 mld PLN. Można szacować, że po zaledwie trzech miesiącach ten plan został zrealizowany odpowiednio w: 38% i 24%. Przytoczona statystyka potwierdza, że wykonanie tegorocznego celu nie jest zagrożone. W raporcie specjalnym „[Finansowanie potrzeb pożyczkowych Polski przebiega zgodnie z planem](#)” wskazywaliśmy, że w zakresie emisji obligacji hurtowych również nie widzimy istotnych przeszkód w realizacji tegorocznych celów, mimo wyraźnego spadku popytu na rynku pierwotnym widocznego po wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie. Warto podkreślić, że w przypadku obligacji detalicznych akurat w marcu odnotowano istotny wzrost sprzedaży.

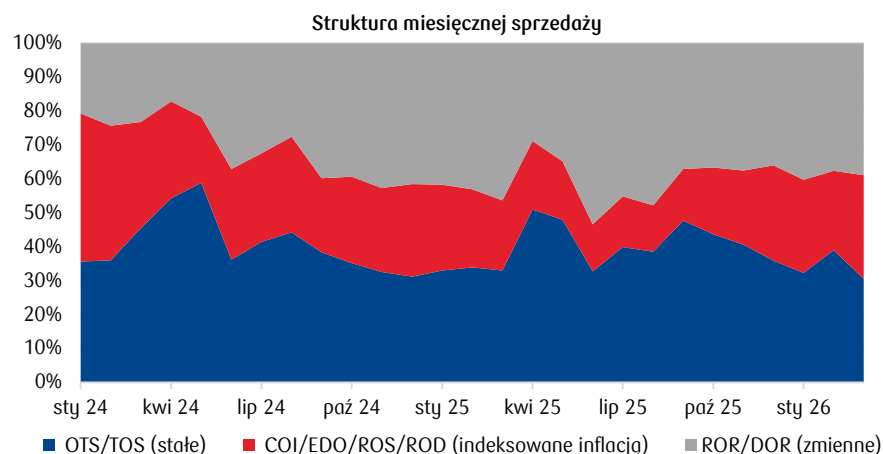
Wykres 2. Od początku 2025 Ministerstwo Finansów średnio miesięcznie emitowało obligacje detaliczne o wartości 6,3 mld PLN. Dla porównania średnia miesięczna wartość sprzedaży obligacji hurtowych wynosiła w tym okresie 30 mld PLN.



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Konflikt na Bliskim Wschodzie doprowadził do wzrostu cen surowców energetycznych i zwiększył zainteresowanie Polaków papierami indeksowanymi inflacją. W efekcie marcowa sprzedaż 4-letnich COI0330 wzrosła do 1,1 mld PLN, co oznacza wzrost wartości „żyjących” papierów serii COI w ujęciu miesięcznym po raz pierwszy od lutego 2024. W dłuższej perspektywie od początku 2025 w strukturze zobowiązań SP z tytułu obligacji detalicznych rośnie udział papierów o stałych kuponach (z 30% do 38%).

Wykres 3. Po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie udział w marcowej sprzedaży obligacji powiązanych z inflacją (COI, EDO, ROS, ROD) nieznacznie przekroczył 30%.

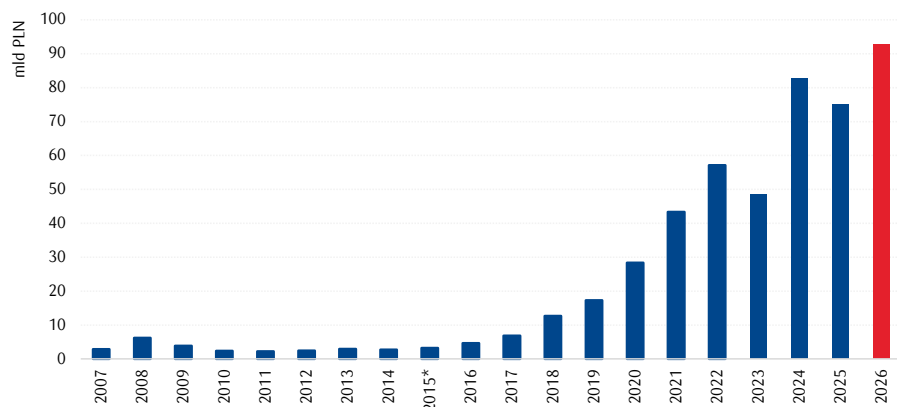


Źródło: szacunki PKO Bank Polski

W kolejnych miesiącach wysoki popyt na obligacje detaliczne powinien się utrzymać

W 2q26 oczekujemy wzrostu sprzedaży obligacji detalicznych do około 23 mld PLN, co jednak w dużej mierze będzie wynikało ze wzrostu wartości wykupowanych papierów. W perspektywie całego roku jest to zbieżne z naszą prognozą zakładającą ustanowienie nowego historycznego rekordu sprzedaży na poziomie 91 mld PLN wobec dotychczasowego najlepszego wyniku z 2024, wynoszącego 82,6 mld PLN. Powodów solidnych wyników MF należy upatrywać przede wszystkim w rosnących oszczędnościach, dobrej sytuacji na rynku pracy i solidnej koniunktury gospodarczej. Nie widzimy natomiast presji na wzrost oprocentowania (zasadniczo jest ono korygowane na bieżąco w miarę zmian stóp procentowych NBP).

Wykres 4. Wartość rocznej sprzedaży detalicznych obligacji skarbowych w 2026 może osiągnąć historyczny rekord.



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Rosnąca skala emisji obligacji skarbowych odbywa się kosztem bazy depozytowej sektora bankowego (tzw. efekt wypychania). W ostatnich latach depozyty osób prywatnych, ale też – szerzej patrząc – gospodarstw domowych przyrastały w tempie około 10% w ujęciu rocznym (choć wcześniej bywały lata, gdy ta dynamika nie przekraczała 5%). Dla porównania zobowiązania Skarbu Państwa z tytułu wyemitowanych obligacji oszczędnościowych od 2020 rosły średnio w tempie 39% rocznie. W efekcie, gdy zestawimy je z depozytami sektora bankowego, zaobserwujemy wyraźne zmiany proporcji. Według danych za styczeń tego roku wartość obligacji stanowiła już 12% wartości depozytów gospodarstw domowych podczas gdy jeszcze na początku 2020 było to zaledwie 3%. W dłuższym horyzoncie można zatem oczekiwać wzrostu współzależności pomiędzy działaniami MF a decyzjami sektora bankowego, co będzie prowadzić do wzrostu konkurencji o kapitał i wpływać na oprocentowanie oszczędności. Na razie MF nie musi bardziej zdecydowanie zabiegać o środki (raczej chodzi o dywersyfikację źródeł finansowania), które w tym przypadku są droższe do pozyskania niż kapitał z rynku obligacji hurtowych. Z drugiej strony sektor bankowy pozostaje dobrze dokapitalizowany, a także utrzymuje wysoką, a wręcz rosnącą, płynność (LCR powyżej 240%). Dlatego na razie wspomniane trendy mogą mieć mniejsze przełożenie na oprocentowanie depozytów (co widać na wykresach 5-8), natomiast z czasem może się to zacząć zmieniać, szczególnie w sytuacji wzrostu akcji kredytowej.

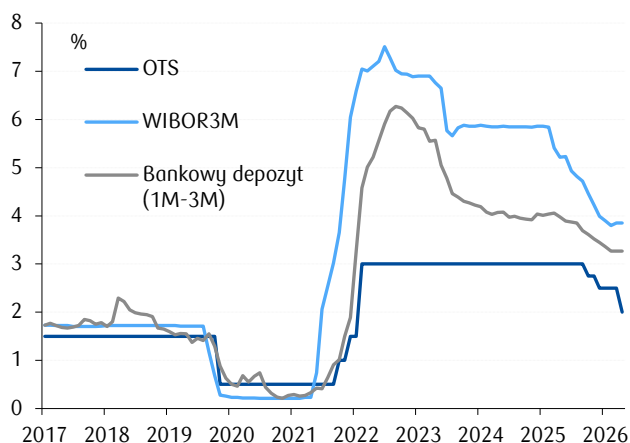
Spadek stóp procentowych NBP obniża atrakcyjność obligacji detalicznych

W najbliższych kwartałach nie zakładamy znaczących zmian w strukturze sprzedaży obligacji detalicznych.

Najkrótsze 3-miesięczne obligacje o stałym kuponie (OTS) cieszą się ograniczonym zainteresowaniem Polaków, co w dużej mierze wynika z niskiego oprocentowania. W ostatnich miesiącach ich emisja zapewniała 3-4% całej sprzedaży. Atrakcyjność oferty pogorszy kwietniowe obniżenie oprocentowania o 50pb do 2,0%. Jeśli wysokość kuponu zestawimy ze stawką WIBOR 3M (3,85%), stopą referencyjną NBP (3,75%) lub oprocentowaniem depozytów bankowych dla terminów od 1M do 3M (3,27%), możemy oczekiwać lekkiego spadku skali emisji. W tym przypadku zdecydowanie atrakcyjniejsza jest oferta bankowa.

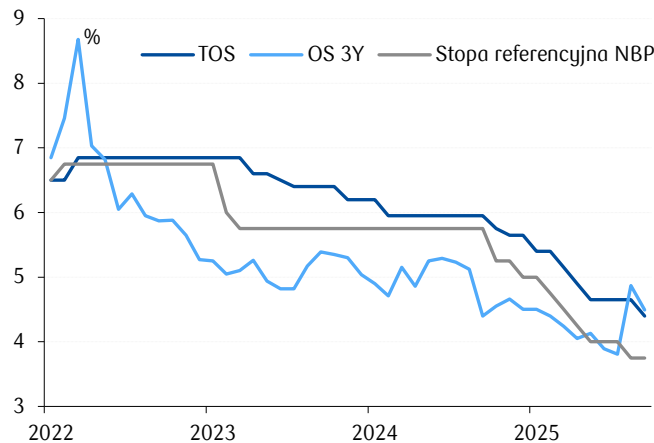
MF regularnie plasuje znaczące emisje zmiennoprocentowych papierów ROR i DOR opartych na stopie referencyjnej NBP. Warto jednak wspomnieć, że w dużej mierze jest to proces rolowania pozycji. Niewielka wartość nowych napływów świadczy o tym, że ostatnie obniżki stóp procentowych NBP mocno zredukowały atrakcyjność tych instrumentów. Biorąc pod uwagę, że bank centralny najprawdopodobniej będzie w dalszej części roku utrzymywał stopy procentowe bez zmian, w kolejnych kwartałach można spodziewać się utrzymania dotychczasowych tendencji.

Wykres 5. Oprocentowanie obligacji OTS kształtuje się znacznie poniżej stawek depozytowych i stopy referencyjnej NBP.



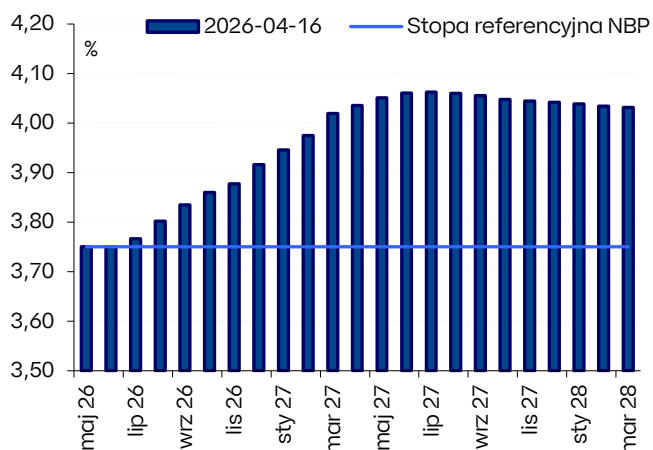
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6. Po raz pierwszy od wielu lat rentowności hurtowych 3-letnich obligacji stały się niższe niż rentowności obligacji detalicznych.



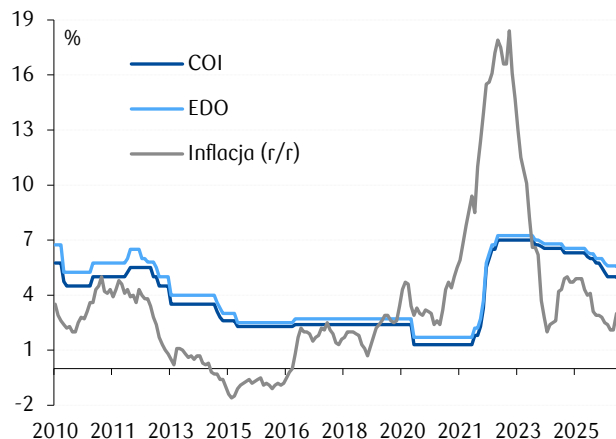
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 7. Rynek FRA wycenia ryzyko wzrostu stóp procentowych NBP na przełomie 2026/2027.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 8. COI i EDO w pierwszym okresie odsetkowym zwykle oferowały atrakcyjne oprocentowanie w relacji do papierów hurtowych.



Źródło: PKO Bank Polski

Najbardziej perspektywiczne w tej chwili wydają się 3-letnie obligacje serii TOS. W całym okresie inwestycji ich oprocentowanie wynosi 4,4% (od kwietnia, po rewizji w dół). Ciekawe jest to, że na skutek wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie rentowności 3-letnich hurtowych obligacji WS0429 na rynku wtórnym wzrosły do około 4,5%, co oznacza, że oferują wyższą stopę zwrotu (w przypadku utrzymania ich do wykupu). Ta sytuacja nie utrzyma się zapewne długo (zakończenie wojny powinno przywrócić dotychczasowe relacje). Premia w przypadku papierów detalicznych i powrót oczekiwań dotyczących obniżek stóp NBP powinny podtrzymywać solidną sprzedaż w tym segmencie. To będzie jednocześnie tworzyć presję na fundusze inwestycyjne i utrzymywać podwyższoną konkurencję o oszczędności Polaków.

Z kolei pod największą presją odpływu środków pozostają 4-letnie obligacje COI. W 2025 stan „żyjących” papierów obniżał się średnio o 0,5 mld PLN miesięcznie. Mimo że w przypadku papierów EDO notowane były napływy w podobnej skali, łączny wynik dla obu serii w całym 2025 był lekko ujemny (-1,4 mld PLN). Zainteresowanie obligacjami indeksowanymi inflacją może wzrosnąć na skutek rosnących cen surowców energetycznych, chociaż z drugiej strony chłodzić ten popyt będą rządowe inicjatywy stabilizujące ceny paliw.

Trendy makroekonomiczne będą w 2026 wspierać popyt na obligacje detaliczne

W nadchodzących kwartałach otoczenie makroekonomiczne będzie sprzyjać utrzymaniu wysokiego popytu na polskie obligacje detaliczne, umożliwiając jednocześnie dalszą ekspansję bazy depozytowej. Przewidujemy, że w 2026 tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw ustabilizuje się w okolicach 6%, co przy inflacji zbliżonej do celu NBP, stworzy przestrzeń do dalszej akumulacji oszczędności przez gospodarstwa domowe. Oczekiwana stabilizacja stóp procentowych NBP powinna z kolei podtrzymać atrakcyjność oferowanego oprocentowania.

Mimo że rola papierów detalicznych w systemie finansowym będzie systematycznie rosła, w bieżącym roku nie spodziewamy się ich istotnego wpływu na płynność sektora bankowego – szczególnie w warunkach ograniczonej akcji kredytowej. Niemniej, na horyzoncie pojawiają się wyzwania strukturalne, które mogą wyhamować dotychczasową, niezwykle dynamiczną fazę rozwoju tego rynku.

Warto zauważyć, że w państwach OECD udział inwestorów detalicznych w rynku długu skarbowego zwiększył się do około 11%, co oznacza niemal dwukrotny wzrost względem 2021. W Polsce ten udział jest nieco wyższy i sięga 13% (częściowo różnice mogą jednak wynikać z przyjętej klasyfikacji). Równolegle obserwujemy rekonfigurację struktury nabywców: udział banków centralnych w krajach OECD spadł z ok. 29% w 2021 do poniżej 20%.

Zasadne staje się zatem pytanie o optymalny poziom udziału segmentu detalicznego w strukturze finansowania. Papiery te, ze względu na wyższą marżę, generują wyższe koszty obsługi długu. W konsekwencji należy oczekiwać, że Ministerstwo Finansów nie będzie zainteresowane agresywnym pozyskiwaniem kapitału tą drogą, zwłaszcza że realizacja tegorocznego planu finansowania przebiega powyżej założeń.

Należy również uwzględnić ryzyko potencjalnego odpływu kapitału. Choć dotychczas ten scenariusz się nie zmaterializował, nie można go wykluczyć w mniej sprzyjających uwarunkowaniach rynkowych. Inwestorzy detaliczni wykazują naturalną preferencję dla instrumentów o krótszym terminie zapadalności, są wrażliwi na zmiany cenowe i skłonni do przedterminowego wycofywania środków. Dodatkowo wysoki udział papierów o zmiennym oprocentowaniu podnosi zmienność kosztów obsługi długu państwa. Wszystko to sugeruje, że rynek znajduje się blisko poziomów nasycenia, które mogą zwiastować schłodzenie dynamiki jego rozwoju.

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 17 kwietnia 2026 roku o godz. 12:53.

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.