

Kapitał zagraniczny płynie na rynek długu, ale ma znaczenie drugorzędne

- Mimo wyraźnego napływu kapitału zagranicznego, znaczenie nierezydentów w finansowaniu potrzeb pożyczkowych Polski pozostaje ograniczone. W latach 2024-2025 sfinansowali oni jedynie 9% emisji obligacji skarbowych w PLN, a ich udział w rynku hurtowym stabilizuje się w przedziale 12–14%, tj. blisko historycznych minimów.
- Spadek udziału inwestorów zagranicznych w strukturze finansowania długu Skarbu Państwa poniżej 30% zwiększa odporność Polski na epizody globalnej awersji do ryzyka i wzmacnia znaczenie krajowych inwestorów.
- Nierezydenci mają dziś większy wpływ na krótkoterminową wycenę i płynność rynku niż na zdolność Skarbu Państwa do finansowania zobowiązań, przy czym ich aktywność koncentruje się przede wszystkim na średnim i długim końcu krzywej dochodowości.
- Struktura zakupów inwestorów zagranicznych potwierdza preferencję dla dłuższych tenorów. Od stycznia do lutego 2026 popyt koncentrował się na 10-letnich DS1035 i 5-letnich PS0131 (udział nierezydentów w zakupach tych serii był istotny, mimo ich ograniczonej roli w całym szerokim rynku).
- Otoczenie rynkowe nadal sprzyja napływowi kapitału zagranicznego na rynek długu, wspieranemu przez relatywnie atrakcyjne rentowności, prognozowany przez nas powrót oczekiwań na obniżki stóp NBP oraz potencjalny spadek kosztów zabezpieczenia ryzyka walutowego.
- Dalszy napływ kapitału zagranicznego do dłuższych obligacji stałokuponowych powinien stabilizować asset swap spready w sektorach 5Y i 10Y odpowiednio w pobliżu 60–70pb oraz 90–100pb.

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirosław Budzicki

Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

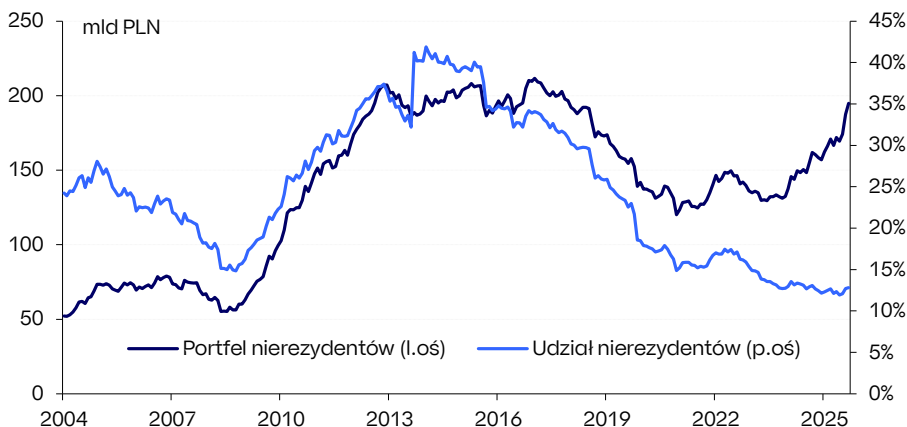
tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

W ciągu pięciu lat na polski rynek długu napłynęło 75 mld PLN kapitału zagranicznego

Od 2021 obserwujemy wyraźny napływ kapitału zagranicznego na polski rynek hurtowych obligacji skarbowych. Od lutego 2021, kiedy zaangażowanie nierezydentów osiągnęło lokalne minimum wynoszące blisko 120 mld PLN, wartość ich portfeli wzrosła o 75 mld PLN.

Wykres 1. W 2025 obserwowaliśmy napływ kapitału inwestorów zagranicznych na rynek hurtowych obligacji skarbowych. Mimo to udział nierezydentów pozostaje w pobliżu historycznych minimów.



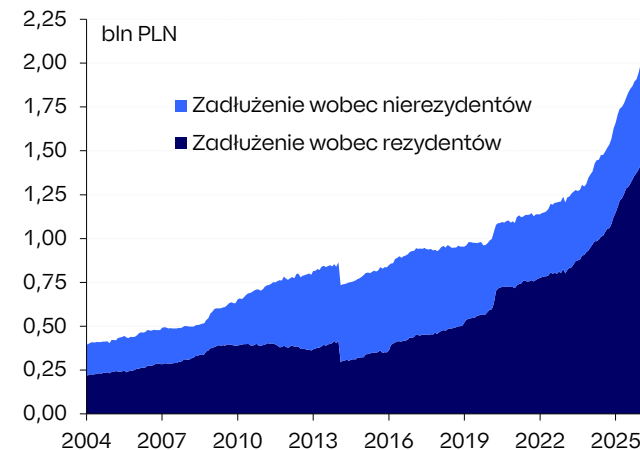
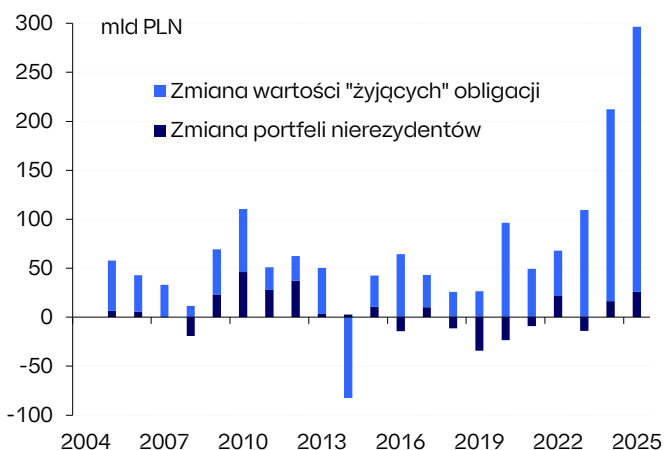
Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Mimo widocznego wzrostu zainteresowania inwestorów zagranicznych polskim rynkiem długu i solidnych napływów kapitału, wciąż pozostają oni drugoplanowymi uczestnikami rynku. Dzięki ostatnim napływom utrzymują oni jedynie historycznie niski udział w rynku, stabilizujący się od września 2023 w przedziale 12-14%. Tak niskiego zaangażowania na krajowym rynku długu nie obserwowano od początku dostępnych szeregów czasowych, czyli od czerwca 2004. W efekcie udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu łącznych zobowiązań Skarbu Państwa spadł poniżej 30%. Można również założyć, że część z tego zaangażowania nierezydentów nie wynika bezpośrednio z fundamentów, ale pośrednio z faktu, że Polska jest uwzględniana w indeksach globalnych (np. FTSE World Government Bond Index – WGBI, jako państwo rozwinięte).

Takie zmiany w strukturze nabywców mają istotne konsekwencje z punktu widzenia trendów rynkowych. Ministerstwo Finansów, zapewniając finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa, musi bazować na inwestorach krajowych, a także w coraz większym stopniu opierać się na oszczędnościach gospodarstw domowych (tendencje na rynku obligacji oszczędnościowych opisywaliśmy szerzej w raporcie specjalnym [„Sprzedaż obligacji detalicznych może w 2026 ustanowić nowy rekord”](#)). To potencjalnie poprawia postrzeganie wiarygodności kredytowej Polski i redukuje ryzyko związane z finansowaniem potrzeb państwa w sytuacjach globalnej awersji do ryzyka. Negatywną konsekwencją jest jednak zmniejszanie się bazy potencjalnych inwestorów. W tej sytuacji nierezydenci w większym stopniu wpływają na kształtowanie wyceny i płynności w krótkich horyzontach niż na zdolność państwa do finansowania swoich zobowiązań.

Wykres 2. W latach 2024-2025 inwestorzy zagraniczni sfinansowali zaledwie 9% wszystkich emisji obligacji skarbowych denominowanych w złotych.

Wykres 3. W 2004 kapitał zagraniczny finansował blisko 45% zobowiązań Skarbu Państwa. Na początku 2026 udział ten spadł poniżej 30%.



Źródło: PKO Bank Polski

Źródło: PKO Bank Polski

Nierezydenci wzmacniają przede wszystkim popyt na obligacje długoterminowe

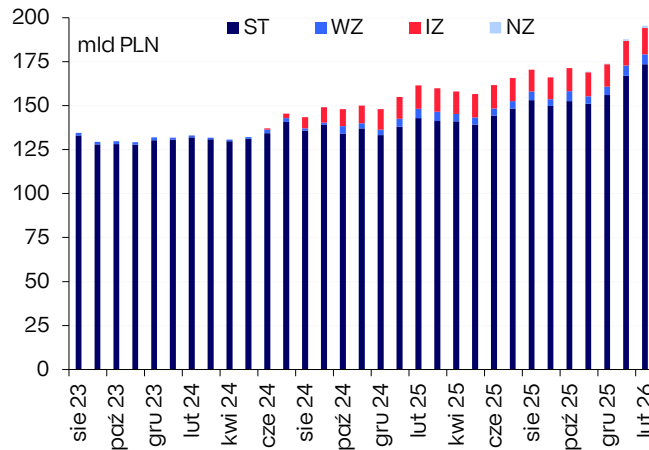
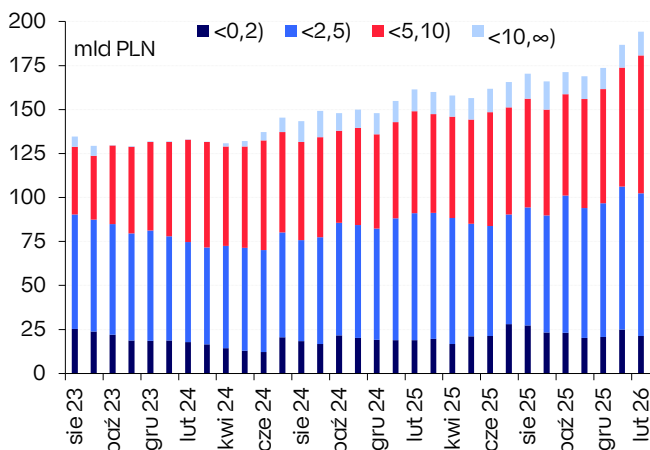
Inwestorzy zagraniczni na koniec lutego 2026 utrzymywali w portfelach obligacje skarbowe denominowane w PLN o łącznej wartości 194 mld PLN. Analiza zmian struktury nabywców napotyka na istotną barierę w postaci rosnącej kategorii „rachunki zbiorcze”, która stanowi już 46% całego portfela nierezydentów. Warto dodać, że dodatkowo blisko 7% papierów znajduje się w posiadaniu inwestorów z Luksemburga. Oznacza to, że precyzyjne określenie struktury połowy portfela nie jest możliwe.

Z dostępnych danych podmiotowych, obejmujących około połowę portfela, wynika, że istotną grupę stabilnych, długoterminowych nabywców stanowiły fundusze emerytalne, banki centralne (z Azji 12 mld PLN) oraz instytucje publiczne. Łącznie zgromadzili oni 20% portfela nierezydentów. Mimo trudności z identyfikacją pozostałych kategorii widać, że ta część portfela cechuje się zdecydowanie większą zmiennością stanów, co sugeruje krótszy horyzont inwestycyjny. W ujęciu regionalnym dominują inwestorzy z Europy (24%) i Azji (16%), z kolei na Amerykę Północną przypada zaledwie 4%. W ostatnich kwartałach

widać wyraźną tendencję do systematycznego wzrostu znaczenia inwestorów z Europy. Inwestorzy zagraniczni kupują przede wszystkim papiery o stałym kuponie (prawie 90% portfela), ale zgłaszają również popyt na obligacje serii IZ (3%). Preferowane były również papiery w sektorze 5-10 lat (82%). Taka charakterystyka nowych zakupów nie zmieniała się w czasie.

Wykres 4. Inwestorzy zagraniczni są zainteresowani przede wszystkim zakupem obligacji ze środka i dłuższego końca krzywej dochodowości.

Wykres 5. Do lutego 2026 nierezydenci kupili obligacje indeksowane inflacją IZ o łącznej wartości 15 mld PLN, co stanowiło 43% wszystkich wyemitowanych papierów tej serii.

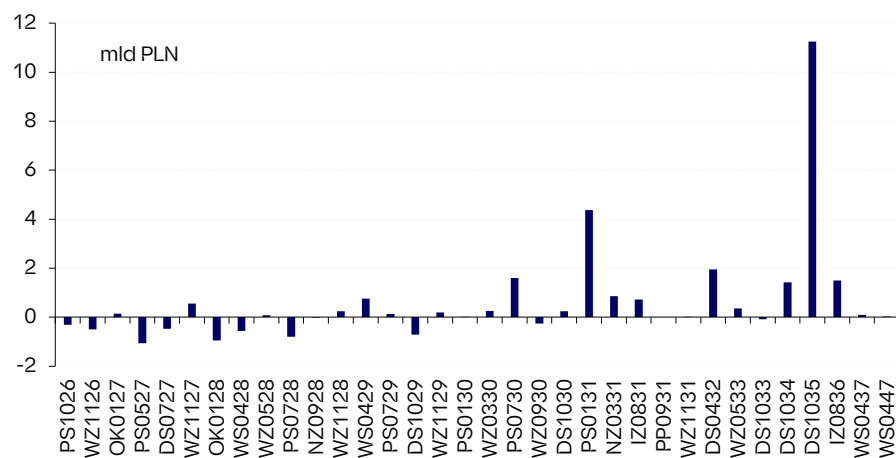


Źródło: PKO Bank Polski

Źródło: PKO Bank Polski

W okresie od stycznia do lutego 2026 Ministerstwo Finansów wyemitowało obligacje DS1035 o wartości 24 mld PLN, podczas gdy inwestorzy zagraniczni mogli kupić papiery stanowiące blisko 47% całej puli. Z kolei w przypadku PS0131 ten udział był niższy, chociaż też znaczący i wyniósł 21%. Mimo że rola nierezydentów w całym procesie finansowania potrzeb pożyczkowych jest bardzo ograniczona, stanowią istotną grupę nabywców w niektórych segmentach rynku, np. w segmencie długoterminowych obligacji.

Wykres 6. Od stycznia do lutego 2026 przyrost portfeli nierezydentów wynikał głównie z zakupów 10-letnich DS1035 (54%) i 5-letnich PS0131 (21%). To potwierdza ich wysokie zainteresowanie głównie dłuższym końcem krzywej dochodowości.



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

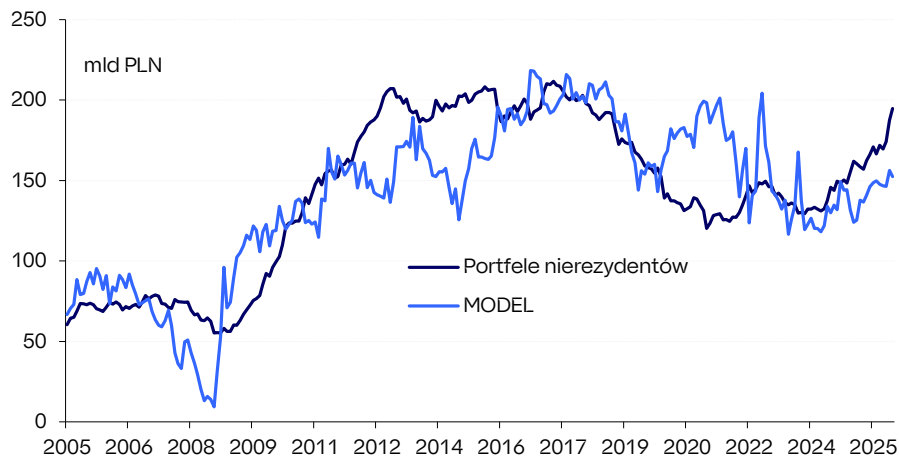
Otoczenie rynkowe sprzyja dalszemu napływowi kapitału inwestorów zagranicznych

Trudno jednoznacznie i precyzyjnie zdefiniować czynniki, które w ostatnich dekadach determinowały zmiany portfeli inwestorów zagranicznych na polskim rynku hurtowych

obligacji skarbowych. Ze względu na zmiany strukturalne niektóre relacje ulegały okresowym modyfikacjom, a w krótkim terminie niektóre specyficzne czynniki okresowo zyskiwały zdecydowanie największe znaczenie.

Analizując dane, można jednak wskazać szereg czynników, które w perspektywie ostatnich dwóch dekad miały zdecydowanie największy wpływ na decyzje nierezydentów, determinując przepływy kapitału. Można tu wymienić: rentowności polskich obligacji, oczekiwania co do polityki pieniężnej NBP, zmiany stóp głównych banków centralnych świata, globalny apetyt na ryzyko i wysokość premii kredytowej, siła złotego i koszt zabezpieczenia pozycji walutowej, a także premia terminowa. Gdy zbudowaliśmy model kointegracji oparty na wybranych zmiennych (rentowności 5-letnich niemieckich obligacji, spread 2Y10Y na krajowym rynku długu skarbowego, kurs EUR/PLN, notowania CIRS 1Y EUR/PLN, a także kontrakt FRA9x12) okazało się, że skutecznie opisał on zmiany zachodzące od początku zbierania danych przez Ministerstwo Finansów, czyli od 2004. Dla tak zbudowanego modelu współczynnik determinacji R^2 wyniósł 66%.

Wykres 7. Utrzymujące się korzystne uwarunkowania okolicy sprzyjają dalszemu napływowi kapitału inwestorów zagranicznych na polski rynek długu skarbowego.



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Wśród czynników, które hamują napływ kapitału zagranicznego na krajowy rynek długu, a które jednocześnie z różnych względów trudno było wprowadzić do modelu, należy wymienić: wojnę na Ukrainie, wprowadzenie podatku bankowego (zwiększa atrakcyjność polskich instrumentów dla krajowych instytucji finansowych), a także znaczący wzrost nierównowagi finansów sektora publicznego. Czynnikiem sprzyjającym krótkoterminowym, miesięcznym spadkom wartości portfeli inwestorów zagranicznych były również terminy wykupów obligacji skarbowych. Powinny one jednak mieć mniejsze znaczenie w dłuższym horyzoncie.

Patrząc przez pryzmat fundamentów, można oczekiwać, że napływ kapitału nierezydentów widoczny od połowy 2024 będzie kontynuowany. Taką tezę dodatkowo wspierałaby, w krótkim terminie, informacja o trwałej deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie (choć nie znamy jeszcze danych za marzec, które pozwoliłyby ocenić skalę wpływu wojny na decyzje inwestorów zagranicznych).

Zainteresowanie polskimi obligacjami powinno być podtrzymywane przez sprzyjające otoczenie okolicy. Oczekujemy, że na krajowym rynku stopy procentowej powrócą oczekiwania na obniżki stóp procentowych, których w naszym scenariuszu bazowym spodziewamy się w II połowie 2027. To mogłoby przełożyć się na wystromienie krzywej dochodowości, ale zarazem stanowiłoby argument za zakupem obligacji stałoprocentowych. Te czynniki powinny sprzyjać większemu zainteresowaniu inwestorów zagranicznych dłuższymi obligacjami. Dostrzegamy również umiarkowaną przestrzeń do aprecjacji złotego, co w efekcie może przekładać się na spadek kosztów

zabezpieczenia ryzyka walutowego, a nawet motywować do zakupu papierów z otwartą pozycją walutową. Umiarkowanie pozytywne informacje powinny również napływać ze strony rynków bazowych. Gdyby doszło do deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, wówczas korzystnie na polski rynek długu powinien wpływać spadek rentowności obligacji niemieckich, co nie tylko pośrednio wzmacnia wyceny polskich instrumentów, ale również skłania inwestorów do poszukiwania wyższych stóp zwrotu.

Dalszy napływ kapitału zagranicznego powinien sprzyjać stabilizacji asset swap spreadów w sektorach 5Y i 10Y w pobliżu odpowiednio 70pb oraz 100 pb. Można przypuszczać, że na tych poziomach na przełomie 2025/2026 aktywował się popyt zarówno inwestorów zagranicznych, jak i krajowych. Od marca negatywny wpływ na rynek wywierała eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie. W pobliżu obecnych poziomów 60pb i 90pb notowania powinny się ustabilizować, a pomagać w tym powinien średnioterminowy napływ kapitału zagranicznego.

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

pkoresearch@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 24 kwietnia 2026 roku o godz. 13:27.

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 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 zaangażowania 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.