

Wysoka podaż obligacji w 3q26 ogranicza przestrzeń do kompresji ASW

- Ministerstwo Finansów planuje w 3q26 sprzedaż obligacji na aukcjach regularnych na poziomie 60-100 mld PLN. Dodatkowo przewiduje jedną lub dwie aukcje zamiany.
- Wielkość podaży w 3q26 mieści się w górnym przedziale naszych oczekiwań. Po komunikacie MF podnieśliśmy prognozę łącznej emisji obligacji do przynajmniej 90 mld PLN, wobec zrealizowanych 100,0 mld PLN w 2q26 i 99,6 mld PLN w 1q26. Dostrzegamy ryzyko wyniku bliższego poziomom obserwowanym w pierwszej połowie roku.
- Wysoka rezerwa płynnościowa ogranicza ryzyko związane z realizacją planu finansowania w 2026, ale nie eliminuje presji w dłuższym horyzoncie. MF sfinansowało 63% tegorocznych potrzeb pożyczkowych i zgromadziło środki płynne przekraczające 250 mld PLN, które odpowiadają kwocie potrzebnej do pełnego zabezpieczenia finansowania w 2026. Niemniej wysoki poziom potrzeb pożyczkowych w 2027 pozostaje wyzwaniem.
- Wyniki tegorocznych aukcji wskazują, że rynek będzie w stanie absorbować oferty o dużej wartości, choć okresowe osłabienie popytu może wymuszać redukcję podaży. Średnia sprzedaż obligacji na aukcji regularnej w 1h26, z uwzględnieniem sprzedaży dodatkowej, wyniosła 11,9 mld PLN, co przy ośmiu aukcjach w 3q26 implikowałoby sprzedaż rządu 85 mld PLN oraz dodatkowo co najmniej 10 mld PLN z aukcji zamiany.
- W strukturze sprzedaży powinny nadal dominować stałoprocentowe obligacje 5- i 10-letnie. W 2026 udział papierów serii PS i DS w sprzedaży na aukcjach regularnych wyniósł łącznie 68%, odpowiednio 37% i 31%, co jest zbliżone do wyników z 2025.
- Mimo wysokiej podaży na rynku pierwotnym część presji zostanie ograniczona przez środki z wykupu obligacji i płatności odsetkowych. W 3q26 inwestorzy otrzymają 57 mld PLN, z czego netto po uwzględnieniu portfela NBP 48 mld PLN, a dodatkowo 16 mld PLN z zapadających bonów skarbowych. W scenariuszu bazowym konieczny napływ nowych środków na rynek pierwotny szacujemy na ok. 25 mld PLN, a w scenariuszu wysokiej podaży nawet 45 mld PLN, co sprzyja utrzymaniu ASW w sektorach 5Y i 10Y w okolicach odpowiednio 70pb i 100pb w dalszej części roku.

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)

centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirosław Budzicki

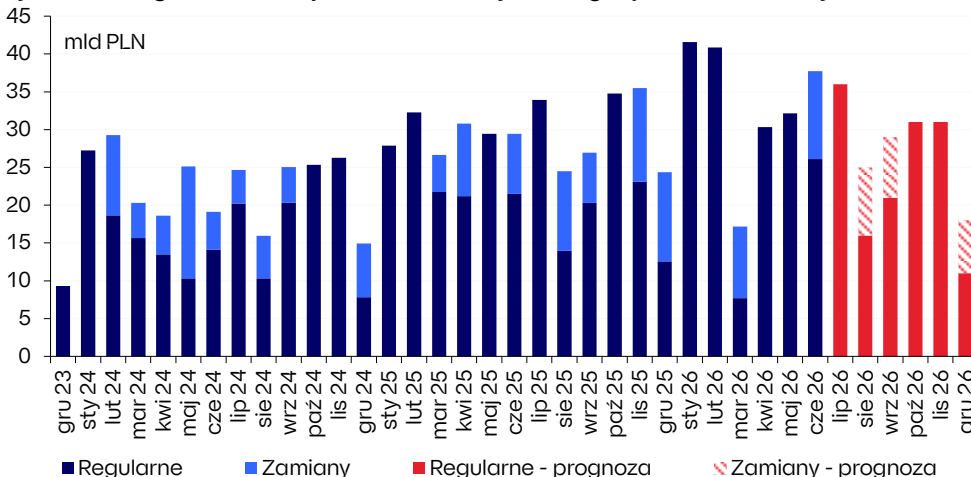
Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

Wykres 1. Prognozowana sprzedaż hurtowych obligacji denominowanych w PLN.



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

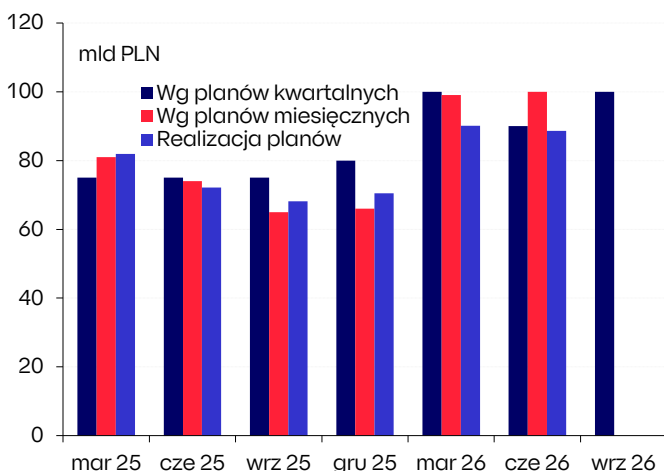
Wysoka podaż papierów skarbowych będzie w 2h26 ciężać rynekowi długu

Ministerstwo Finansów poinformowało, że w 3q26 zamierza uplasować na krajowym rynku pierwotnym w formule aukcji regularnych obligacje skarbowe o wartości między 60 a 100 mld PLN. W samym lipcu podaż ma wynieść 22-41 mld PLN. Dodatkowo planowana jest sprzedaż papierów na jednej lub dwóch aukcjach zamiany. Wiadomo też, że MF zaoferuje inwestorom w lipcu bony skarbowe za 2-4 mld PLN. Skala podaży mieści się w górnych widełkach naszych oczekiwań.

Kierując się ustawą budżetową na 2026 oraz wysoką realizacją tegorocznych potrzeb pożyczkowych, która w 1h26 sięgnęła 63%, pierwotnie zakładaliśmy w naszych prognozach sprzedaż obligacji w bieżącym kwartale w okolicach 80 mld PLN, z uwzględnieniem aukcji zamiany na poziomie 17 mld PLN. Po publikacji komunikatu MF na koniec czerwca byliśmy jednak zmuszeni zweryfikować w górę nasze szacunki. W [Kwartalniku rynku stopy procentowej na 3q26](#) wskazaliśmy, że łączna emisja może wynieść przynajmniej 90 mld PLN wobec 100,0 mld PLN w 2q26 i 99,6 mld PLN w 1q26. Dostrzegamy jednak ryzyko, że ostatecznie wartość sprzedaży okaże się jeszcze wyższa, bliższa wynikom z 1h26.

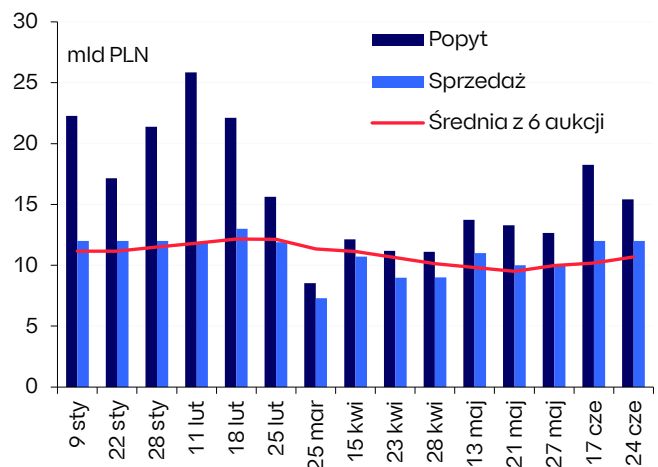
Argumentem za korektą w górę szacunków podaży obligacji na rynku pierwotnym jest analiza, w jakim stopniu resort finansów realizował plany ogłaszane w cyklach kwartalnych i miesięcznych. W kolejnych kwartalnych planach określano w tym roku maksymalną wartość oferty hurtowych obligacji na 90-100 mld PLN (bez aukcji zamiany). Następnie w ramach publikowanych bardziej szczegółowych planów miesięcznych zagregowana podaż wynosiła 99-100 mld PLN. Dla porównania realizacja wyniosła 90 mld PLN w 1q26 i 89 mld PLN w 2q26, bez uwzględnienia aukcji zamiany. To też pokazuje, że na skutek pogorszenia się otoczenia rynkowego lub okresowego spadku popytu na rynku pierwotnym MF ogranicza wartość oferty. Takie decyzje możliwe są dzięki zabezpieczeniu wysokiej rezerwy płynnościowej, która według ostatnich danych wzrosła do ponad 250 mld PLN na koniec czerwca. Biorąc pod uwagę, że resort finansów sfinansował już 63% tegorocznych potrzeb pożyczkowych, to wspomniana rezerwa odpowiada kwocie koniecznej do pełnego zabezpieczenia tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Chociaż proces pozyskiwania tegorocznych środków jest właściwie zabezpieczony, nie można mówić o komfortowej sytuacji w kontekście wysokich potrzeb pożyczkowych w 2027.

Wykres 2. W 2026 Ministerstwo Finansów określa maksymalną wartość kwartalnej sprzedaży hurtowych obligacji na 90-100 mld PLN, w planach miesięcznych na 99-100 mld PLN, a realizacja wychodzi na blisko 90 mld PLN.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 3. Na ostatnich aukcjach regularnych widać odbudowujący się popyt, który wystarcza do plasowania ofert przekraczających 10 mld PLN.



Źródło: PKO Bank Polski

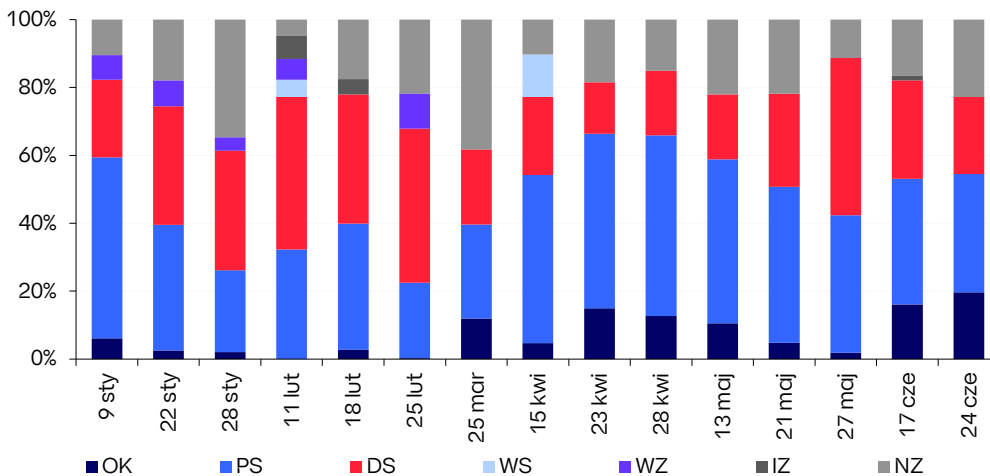
Realizacja planów na 3q26 nie powinna być zagrożona również z perspektywy realizowanych emisji i zgłaszanego przez inwestorów popytu. Średnia wartość

sprzedaży hurtowych obligacji na aukcji regularnej (z uwzględnieniem sprzedaży dodatkowej) 1h26 wyniosła 11,9 mld PLN. Gdyby zorganizowanych zostało łącznie osiem aukcji regularnych (plan przewiduje 7-8 aukcji), wówczas wartość podaży wyniosłaby 85 mld PLN i dodatkowo zapewne przynajmniej 10 mld PLN w ramach aukcji zamiany. Oczekiwać jednak można, że w ciągu najbliższych trzech miesięcy pojawią się momenty, w których popyt spadnie i MF może przejściowo ograniczyć tempo emisji. Patrząc przez pryzmat 1h26 spodziewać się można, że resort finansów będzie generalnie zainteresowany plasowaniem większych ofert z większym wykorzystaniem aukcji regularnych. Przy założeniu wspomnianego ryzyka wyższych podaży ASW w sektorach 5Y i 10Y utrzymywać się będą na podwyższonych poziomach. Nie spodziewamy się jednak zmiany trendów rynkowych i w scenariuszu bazowym wciąż zakładamy wypłaszczenie się krzywej dochodowości w całym 2h26.

Staloprocentowe obligacje 5-letnie powinny dominować w ofercie w 3q26

W 2h26 struktura sprzedaży hurtowych obligacji powinna zostać utrzymana. W tegorocznej emisji papierów na aukcjach regularnych (z uwzględnieniem aukcji dodatkowych) udział papierów serii PS wyniósł 37% a DS 31%. Co ciekawe, w 2025 było to odpowiednio: 39% i 27%, co pokazuje, że relacje nie uległy istotnej zmianie. Biorąc pod uwagę preferencje emitenta i nabywców nie przewidujemy istotnych zmian w ramach oferty w dalszej części roku. Nic też nie wskazuje na to, aby sprzedaż bonów skarbowych miała wyraźnie wzrosnąć.

Wykres 4. W strukturze sprzedaży dominować będą wciąż 5- i 10-letnie obligacje o stałym kuponie. Udział papierów serii PS i DS w łącznej sprzedaży obligacji na bazie aukcji regularnych organizowanych w 2026 wyniósł 68%.



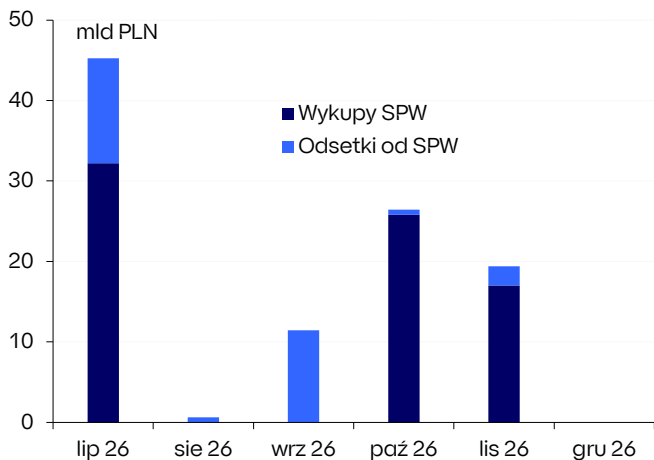
Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Wysokie potrzeby pożyczkowe sprzyjają szerszym ASW na polskim rynku długu

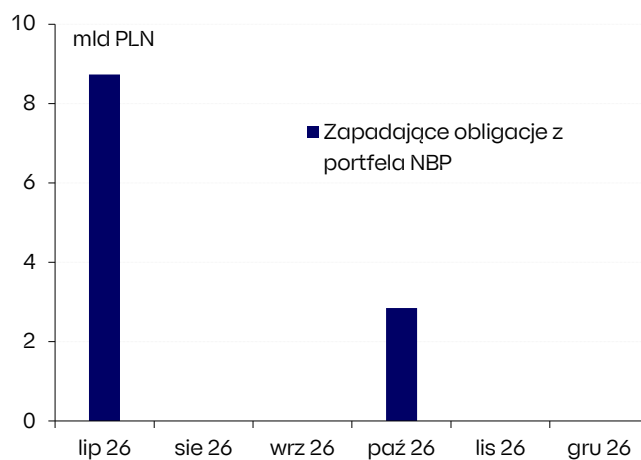
Wartość emisji obligacji skarbowych na krajowym rynku pierwotnym w 3q26 wydaje się wysoka, chociaż należy jednocześnie pamiętać, że inwestorzy otrzymają środki z tytułu wykupu obligacji i odsetek. Łącznie w bieżącym kwartale będzie to 57 mld PLN. Znaczna część tej kwoty zostanie prawdopodobnie wykorzystana do zakupu instrumentów z nowych emisji. Warto pamiętać, że papiery posiadające gwarancje Skarbu Państwa emitowane przez PFR i BGK będą zapadały dopiero w 2027. Z tej kwoty część środków trafi do NBP, który posiada w swoim portfelu obligacje serii DS0726 o wartości 8,7 mld PLN. Oznacza to, że inwestorzy w ujęciu netto otrzymają około 48 mld PLN. Dodatkowo trafi do nich 16 mld PLN z tytułu wykupowanych bonów skarbowych (29 września).

Wykres 5. W lipcu inwestorzy otrzymają blisko 57 mld PLN z tytułu wykupu obligacji i wypłaty odsetek. Z tej kwoty część środków trafi jednak do NBP ...

Wykres 6. ... który posiada w swoim portfelu papiery DS0726 o łącznej wartości 8,7 mld PLN.



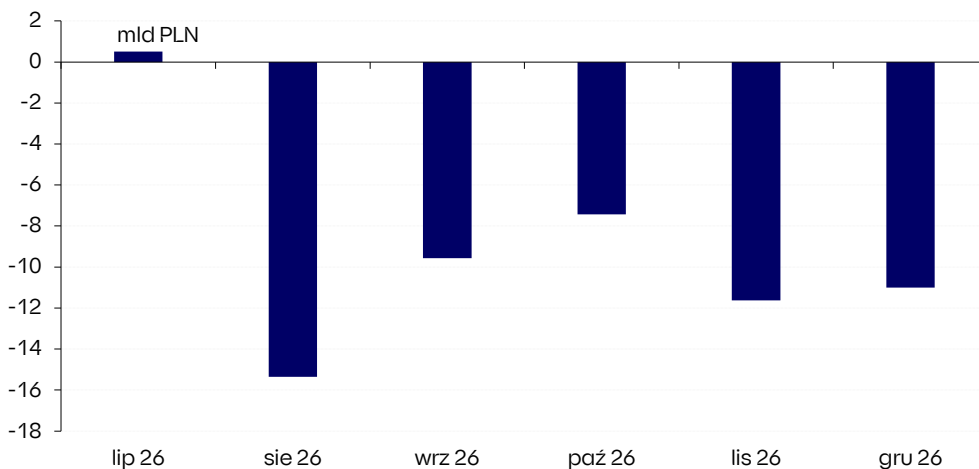
Źródło: PKO Bank Polski



Źródło: PKO Bank Polski

Uwzględniając środki, które inwestorzy otrzymają z tytułu wykupowanych obligacji i odsetek, a także nasze szacunki dotyczące łącznej emisji w okolicach 36 mld PLN oczekujemy, że w lipcu nie będzie konieczny napływ dodatkowych środków na krajowy rynek pierwotny. Negatywny wpływ wysokiej podaży będzie zatem bardziej widoczny w kolejnych miesiącach 2026.

Wykres 7. Prognozowana sprzedaż hurtowych obligacji denominowanych w PLN.



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Ministerstwo Finansów sygnalizowało możliwość zwiększenia emisji bonów skarbowych. Na razie nie widać w tym zakresie przyspieszenia. Miesięcznie organizowany jest maksymalnie jeden przetarg z podażą ograniczoną do 4 lub 6 mld PLN. W praktyce, w 2026 zorganizowane zostały cztery aukcje, na których sprzedaż wyniosła średnio 3,6 mld PLN. Biorąc pod uwagę, że 30 czerwca zapadła jedna z serii bonów na kwotę 4,9 mld PLN, w lipcu w obrocie publicznym znajdują się papiery o łącznej wartości 23,6 mld PLN. Zakładając dwie aukcje bonów oraz uwzględniając zapadalność jednej serii o wartości 16 mld PLN przypadającą na 29 września, inwestorzy mogliby w 3q26 przekierować dodatkowo około 10 mld PLN na obligacje skarbowe, co odciążałoby rynek długu.

Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe argumenty, szacujemy, że w scenariuszu bazowym konieczny będzie napływ środków na krajowy rynek pierwotny w wysokości

około 25 mld PLN. Przy skłonności Ministerstwa Finansów do większej emisji obligacji i przy sprzyjających warunkach rynkowych może to być nawet 45 mld PLN. Jest to wysoka kwota, chociaż nie powinna stanowić dużego wyzwania dla MF przy stabilnych warunkach rynkowych. Popyt wzmocnią środki z bonów skarbowych, napływ środków inwestorów zagranicznych, a także wysoki popyt ze strony krajowych instytucji finansowych (głównie sektora bankowego). Wspomniana wysoka podaż nie zmieni trendów rynkowych, niemniej trudno będzie oczekiwać spadku ASW w sektorach 5Y i 10Y poniżej odpowiednio 70pb i 100pb (szerzej pisaliśmy o tym w raporcie specjalnym - [Polski 10-letni ASW blisko 100pb: nowa równowaga czy okazja do kompresji?](#)).

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

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)

dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)

Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)

Tomasz Marek (Rynek Walutowy)

Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)

pkoresearch@pkobp.pl

mariusz.adamiak@pkobp.pl

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl

tomasz.marek@pkobp.pl

tomasz.niewinski@pkobp.pl

22 580 32 39

22 521 87 94

722 020 635

785 065 512

696 406 889

Materiał został ukończony 7 lipca 2026 roku o godz. 14:16.

Informacje i zastrzeżenia:

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