

# MilleKompendium

03 września 2026 r. | Biuro Komunikacji Inwestycyjnej | [www.millenniumtfi.pl](http://www.millenniumtfi.pl)

## Dług pod presją.

### Ameryka, Świat i Polska stają przed tym samym problemem: kto sfinansuje rosnące deficyty?

Rosnące rentowności obligacji, rekordowe potrzeby pożyczkowe oraz coraz większa konkurencja o kapitał inwestorów stają się jednym z najważniejszych tematów na światowych rynkach finansowych. Jeszcze kilka lat temu dominowało przekonanie, że rządy największych gospodarek mogą bez większych problemów finansować coraz większe deficyty. Dziś inwestorzy zaczynają zadawać coraz bardziej fundamentalne pytanie: czy rynek będzie w stanie absorbować nieustannie rosnącą podaż długu bez dalszego wzrostu rentowności?

Największą uwagę przyciągają Stany Zjednoczone, gdzie dług publiczny przekroczył już 40 bln USD, a rentowności długoterminowych obligacji skarbowych osiągnęły najwyższe poziomy od 2007 roku. Rentowność 10-letnich Treasury wzrosła do ok. 4,8%, a 30-letnich obligacji pozostaje blisko najwyższych poziomów od 2007 czyli 5,28% r. – i to pomimo „znaczącej interwencji” Departamentu Skarbu USA, który ogłosił podwojenie skali operacji buyback, czyli odkupu już wyemitowanych, starszych obligacji długoterminowych z segmentu 10-30 lat. Dla porównania średnia rentowność obligacji 30 letnich USA za ostatnie 15 lat wynosiła ok 3% a 10 -letnich ok 2,5% a więc wzrosła prawie dwukrotnie, co ma swoje konsekwencje dla kosztów obsługi długu publicznego oraz ma wpływ na spadek dochodu rozporządzalnego kredytobiorców (szczególnie hipotecznych).

Globalna wyprzedaż obligacji głównych emitentów światowych także nabrała ostatnio tempa a rentowności ich obligacji skarbowych także wzrosły:

- Japonia: rentowność 10-letnich obligacji osiągnęła 3% po raz pierwszy od 1996 r.
- Niemcy: rentowności 10-latek są najwyższe od ponad dekady.
- Wielka Brytania: rentowności osiągnęły poziom niewidziane od 2008 r.

Wyprzedaż ogarniająca cały świat obligacji wygląda boleśnie, ale to wciąż nic w porównaniu z zaskoczeniem z 2022 roku, gdy rosnąca inflacja zmusiła banki centralne do serii gwałtownych podwyżek stóp procentowych. Jednak tym razem różnica tkwi w skali zmian, które nie są dramatyczne – lecz niestety konsekwentne.

Głównymi przyczynami wzrostu rentowności są rosnące ceny energii i obawy o wzrost inflacji (podobnie jak w 2022r) oraz rosnący poziom zadłużenia realizowany poprzez ogromną podaż nowych obligacji rządowych i korporacyjnych (w przeciwieństwie do 2022).

### USA: problemem nie jest dostęp do finansowania, lecz jego cena

Historia USA pokazuje, że Waszyngton wielokrotnie musiał dostosowywać sposób finansowania swoich potrzeb. Podczas wojny secesyjnej stworzono nową kategorię nabywców obligacji, w 1895 r. administracja Grovera Clevelanda korzystała z pomocy J.P. Morgana i Augusta Belmonta w celu odbudowy rezerw złota, a w latach 70. XX wieku rząd emitował obligacje denominowane w walutach obcych, by wesprzeć słabnącego dolara.

Dziś wyzwanie ma zupełnie inny charakter. Według danych SIFMA tylko do końca lipca 2026 r. Departament Skarbu USA wyemitował papiery skarbowe o wartości 18,9 bln USD brutto. Jednocześnie potrzeby finansowania netto USA szacowane są na około 2 bln USD rocznie.

### Hyperscalerzy finansują budowę infrastruktury AI

Sytuację komplikuje fakt, że o ten sam kapitał konkurują również przedsiębiorstwa. Rekordowy boom inwestycyjny związany ze sztuczną inteligencją wywołał istotny wzrost emisji obligacji przez największe firmy technologiczne. Tzw. hyperscalerzy AI pozyskali w 2026 r. już około 220-230 mld USD poprzez emisję długu, wobec zaledwie 12,5 mld USD rok wcześniej. Morgan Stanley szacuje, że globalna emisja długu związanego z AI osiągnie 570 mld USD w 2026 r..

Obecnie prawdopodobnie największym pojedynczym emitentem długu wśród firm technologicznych jest Amazon. Przeprowadził on w 2026 roku emisję obligacji za łącznie ponad 62 mld USD na rynku amerykańskim, 14 mld CAD w Kanadzie co było rekordem dla tamtejszego rynku korporacyjnego oraz 14,5 mld EUR na rynku europejskim - największej w historii europejskiego rynku obligacji korporacyjnych.

Także Alphabet prowadzi bardzo agresywną strategię finansowania. Firma przeprowadziła emisję około 25 mld USD w sierpniu 2026 r., przy popycie inwestorów sięgającym około 115 mld USD, Biła również rekordy na rynku obligacji denominowanych w



jenach, frankach szwajcarskich, dolarach kanadyjskich i funtach brytyjskich. Według Reutersa Alphabet stał się jednym z największych pożyczkobiorców na wielu zagranicznych rynkach obligacji

Równolegle Reuters wskazuje Metę i Microsoft jako filary inwestycji capexowych w AI. Według szacunków Morgan Stanley Alphabet, Amazon, Microsoft i Meta wydadzą łącznie około 700 mld USD na inwestycje związane z AI w 2026 r. Choć nie znamy pełnych kwot emisji dla tych firm, są one zaliczane do głównych źródeł wzrostu podaży obligacji AI na rynku globalnym.

Nowym zjawiskiem jest także wejście Nvidii na rynek długu. W czerwcu 2026 r. Nvidia ogłosiła emisję 25 mld USD obligacji, pierwszą tak dużą od 2021 r., z terminami zapadalności aż do 2056 r. To sygnał, że nawet najbardziej dochodowe spółki AI zaczynają korzystać z rynku obligacji zamiast finansować rozwój wyłącznie gotówką.

Coraz wyraźniej widać oznaki zmęczenia inwestorów. Jeszcze na początku roku rynek bez większych problemów absorbował kolejne emisje związane z finansowaniem infrastruktury AI. Obecnie inwestorzy oczekują coraz większych premii emisyjnych. Nawet Alphabet Inc., jeden z najbardziej wiarygodnych emitentów korporacyjnych na świecie, musiał zaoferować premię rzędu 10-15 pb względem już notowanych obligacji, aby skutecznie przeprowadzić ofertę.

To znalazło odzwierciedlenie również w wycenach rynku kredytowego. Obligacje sektora technologicznego są kwotowane obecnie ze spreadem około 90 pb, czyli o 10 pb szerzej od średniej dla całego rynku obligacji o ratingu inwestycyjnym. Jeszcze kilka lat temu taka sytuacja byłaby trudna do wyobrażenia.

## Dlaczego wpływa to na rentowności obligacji skarbowych?

Jeszcze kilka lat temu inwestor, który chciał kupić bardzo bezpieczne obligacje, wybierał głównie między obligacjami skarbowymi USA, Niemiec lub Japonii. Dzisiaj może kupić również dług globalnych firm technologicznych o ratingach bliskich obligacjom rządowym, ale oferujący wyższą rentowność.

W rezultacie część uczestników rynku wskazuje, że rosnąca podaż obligacji korporacyjnych sektora AI może zwiększać konkurencję o kapitał inwestorów i przyczyniać się do wzrostu wymaganej premii terminowej za ryzyko na rynku długu,

co w konsekwencji podnosi rentowności 10- i 30-letnich obligacji.

Najlepiej pokazuje to komentarz firmy Schroders cytowany przez Reuters: problemem nie jest słaba kondycja Amazona czy Google, lecz skala podaży. Inwestorzy po prostu żądają coraz wyższej premii za wchłonięcie kolejnych dziesiątek miliardów nowych emisji.

## Polska: podobny problem, mniejsza skala

Coraz wyraźniej widać również, że podobne pytania zaczynają dotyczyć także Polski. Choć skala problemu jest nieporównanie mniejsza, kierunek zmian fiskalnych i w konsekwencji rentowności obligacji jest zaskakująco podobny.

Na tle Stanów Zjednoczonych Polska pozostaje krajem znacznie mniej zadłużonym. Jednak tempo przyrostu długu publicznego należy dziś do najwyższych w Unii Europejskiej.

Komisja Europejska prognozuje wzrost relacji długu publicznego do PKB z 59,7% w 2025 r. do 64,5% w 2026 r. oraz 68,3% w 2027 r. Oznacza to, że w ciągu dwóch lat zadłużenie wzrośnie o niemal 9 pkt proc. PKB.

Jednocześnie Polska utrzymuje jeden z najwyższych deficytów sektora finansów publicznych w UE. Według projektu budżetu na 2027 r. deficyt ma wynieść około 7,1% PKB, czyli pozostać na poziomie przewidywanym również dla 2026 r.

Główną przyczyną są rosnące wydatki państwa, przede wszystkim w obszarze obronności. W 2027 r. mają one sięgnąć około 198 mld zł, przekraczając 4,5% PKB.

## Pół biliona złotych długu rocznie

Najbardziej wymownym wskaźnikiem stają się potrzeby pożyczkowe państwa. W 2026 r. Polska będzie potrzebowała finansowania brutto bliskiego 600 mld zł. W 2027 r. wartość ta ma spaść jedynie nieznacznie do około 565 mld zł. Potrzeby pożyczkowe netto pozostaną natomiast na poziomie około 320 mld zł.

Oznacza to, że krajowy rynek finansowy co roku musi zaabsorbować emisje przekraczające pół biliona złotych. Jeszcze kilka lat temu były to wartości trudne do wyobrażenia dla polskiego rynku obligacji.

Równocześnie rośnie koszt obsługi długu. W 2027 r. państwo ma przeznaczyć na odsetki około 107 mld zł, czyli o 17 mld zł więcej niż w 2026 r. Ministerstwo Finansów wskazuje, że wynika to z refinansowania długu przy znacznie wyższych stopach procentowych niż w latach 2020-2021.

## Ryzyko ratingowe jest coraz bardziej realne

Choć Polska nadal utrzymuje rating inwestycyjny we wszystkich głównych agencjach, pogarszające się wskaźniki fiskalne zaczynają przyciągać coraz większą uwagę analityków.



Polska pozostaje objęta unijną procedurą nadmiernego deficytu od 2024 r., a obecne prognozy nie wskazują na szybki powrót do wymaganego przez UE poziomu 3% PKB. Analitycy zwracają uwagę, że utrzymywanie deficytu powyżej 7% PKB przez kolejne okresy może ostatecznie doprowadzić do reakcji agencji ratingowych.

Obniżka ratingu nie jest dziś scenariuszem bazowym. Jednak jeszcze dwa lata temu taki temat praktycznie nie pojawiał się w debacie rynkowej. Dzisiaj coraz częściej jest wymieniany jako jedno z ryzyk średnioterminowych, zwłaszcza jeśli po wyborach nie pojawi się wiarygodny plan konsolidacji finansów publicznych.

## Co dziś pokazuje rynek obligacji w Polsce?

Najważniejsza zmiana w ostatnich tygodniach to wzrost rentowności polskich obligacji długoterminowych. Dla 10 letniej obligacji rządowej rentowność jest już powyżej 6% (6,11% na 1.09.2026), blisko najwyższych poziomów z ostatnich 12 miesięcy. Obligacje 2 letnie miały rentowność ok 4,5% (4,48%)

Krzywa dochodowości w Polsce jest obecnie bardzo stroma. Rynek wymaga coraz większej premii za trzymanie polskiego długu na długi termin dostrzegając rosnące ryzyka kredytowe w przyszłości.

Jednocześnie warto obserwować spread między obligacjami 10 letnimi USA i Polski, który aktualnie wynosi ok 130 bps. i systematycznie rośnie.

## Wspólny mianownik: inwestorzy przestają być bezwarunkowo cierpliwi

Choć USA i Polska funkcjonują w zupełnie różnych realiach gospodarczych, oba kraje stają dziś przed podobnym wyzwaniem. Nie chodzi o brak dostępu do finansowania, lecz o rosnący koszt pozyskiwania kapitału.

W Stanach Zjednoczonych rekordowa podaż obligacji skarbowych konkuruje o środki inwestorów z emisjami korporacyjnymi związanymi z boomem AI. W Polsce coraz większym problemem staje się utrzymywanie bardzo wysokich deficytów, szybko rosnącego długu i rekordowych potrzeb pożyczkowych państwa.

Najważniejszy wniosek dla inwestorów jest prosty: obecne wyceny rynku obligacji wskazują, że inwestorzy przywiązują coraz większą wagę do perspektyw fiskalnych państw oraz skali przyszłych potrzeb pożyczkowych. Czy będzie to trwała zmiana, zależy będzie m.in. od inflacji, polityki banków centralnych oraz tempa wzrostu gospodarczego.

## Wnioski dla inwestorów: czy era obligacji jako „bezpiecznej przystani” znów dobiega końca?

Dla inwestorów najważniejszym wnioskiem płynącym zarówno z sytuacji w USA, jak i w Polsce jest zmiana otoczenia, w którym funkcjonują rynki obligacji. Przez ubiegłą dekadę inwestorzy korzystali z wyjątkowego środowiska niskiej inflacji, niskich stóp procentowych i relatywnie ograniczonej podaży długu. Obecnie sytuacja wygląda odwrotnie. Zarówno rządy, jak i przedsiębiorstwa zwiększają emisje obligacji, a inwestorzy zaczynają wymagać coraz wyższej premii za finansowanie kolejnych potrzeb pożyczkowych.

Nie oznacza to, że obligacje przestają być atrakcyjną klasą aktywów. Wręcz przeciwnie, po wzroście rentowności oferują one dziś znacznie wyższe dochody niż kilka lat temu. Problem polega jednak na tym, że rośnie ryzyko dalszego wzrostu rentowności, szczególnie na długim końcu krzywej. W takiej sytuacji inwestorzy mogą preferować krótsze terminy zapadalności lub obligacje o średniej duracji, które są mniej wrażliwe na zmiany stóp procentowych i rosnącą podaż długu.

Dla polskich inwestorów oznacza to również konieczność większej dywersyfikacji. Portfele oparte niemal wyłącznie na krajowych obligacjach skarbowych mogą być bardziej narażone na skutki pogorszenia sytuacji fiskalnej, ewentualne zmiany ratingowe czy utrzymywanie się wysokich potrzeb pożyczkowych państwa.

Coraz bardziej prawdopodobny staje się scenariusz, w którym inwestorzy zaczną wymagać trwałej premii za ryzyko fiskalne, a część kapitału będzie przesuwana do aktywów oferujących lepszą relację potencjalnego zwrotu do ryzyka. To byłaby istotna zmiana względem ostatnich kilkunastu lat, gdy obligacje państw rozwiniętych były praktycznie automatycznym wyborem dla konserwatywnego kapitału.

Źródła danych (według stanu na 08.2026): Reuters.com, SIFMA.org, europesays.com, think.ing.com, tradingeconomics.com, investing.com, fitchratings.com,

Krzysztof Kamiński, CFA, DI  
Członek Zarządu Millennium TFI





## Ważne informacje:

Millennium Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Stanisława Żaryna 2A, 02-593 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000014564, o numerze REGON 011191974, o numerze NIP 526-10-31-858, w pełni opłaconym kapitale zakładowym w wysokości 10.300.000,00 PLN (dalej: „Towarzystwo”) prowadzi na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 listopada 2001 r. (sygn. DFN1-4050/22-24/01) oraz podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Dotychczasowe wyniki zarządzania osiągnięte przez fundusze nie stanowią gwarancji osiągnięcia takich samych wyników w przyszłości. Zyski z inwestycji osiągane przez osoby fizyczne mogą podlegać opodatkowaniu podatkiem od dochodów kapitałowych.

Niniejszy materiał nie stanowi świadczenia usługi doradztwa prawnego, finansowego, podatkowego, a także usługi zarządzania portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych oraz usługi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji jak również usługi oferowania instrumentów finansowych oraz nie ma na celu promowania bezpośrednio lub pośrednio nabycia lub objęcia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do ich nabycia lub objęcia.

Subfundusze Millennium (z wyłączeniem Millennium Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego) mogą inwestować powyżej 35% wartości swoich aktywów w papiery wartościowe, których emitentem, poręczycielem lub gwarantem są: Skarb Państwa, NBP, państwo członkowskie UE, jednostka samorządu terytorialnego państwa członkowskiego UE, państwo należące do OECD lub międzynarodowa instytucja finansowa, której członkiem jest Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie UE.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Prospektem informacyjnym funduszy oraz Kluczowymi Informacjami oraz informacją dla klienta AFI, które są dostępne w języku polskim na stronie internetowej Towarzystwa pod adresem <https://millenniumtfi.pl/dokumenty.html>, w zakładce „Dokumenty” (odpowiednio w zakładce „Prospekty”, „Kluczowe Informacje dla Inwestorów” oraz „Informacje dla Inwestora”).

Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem utraty kapitału. Subfundusze zarządzane przez Towarzystwo, w zależności od przyjętej polityki inwestycyjnej mogą inwestować część lub większość swoich aktywów w akcje. Wartość aktywów netto Subfunduszy cechuje się lub może cechować się dużą zmiennością ze względu na skład portfeli inwestycyjnych. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych, ale dokończą najlepszych starań, aby je osiągnąć. Środki zainwestowane w Subfundusze nie są objęte systemem gwarantowania Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

Zaprezentowane materiały służą jedynie celom informacyjnym i nie stanowią oferty. Wszelkie prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Informacje zawarte w materiale są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności.

Niniejszy materiał ma charakter reklamowy.