

Kwartalnik rynku stopy procentowej

2q26

Analizy Rynkowe

1 kwietnia 2026



Centrum
Analiz



- Prognozujemy, że w 2q26 rentowności 2-letnich obligacji spadną do 4,35%, 5-letnich do 5,00% i 10-letnich do 5,60%. Zakładamy, że krzywa dochodowości przesunie się równolegle w dół, spread 2Y10Y zawęzi się do 125pb, a ASW będzie oscylował wokół 95pb.
- Za spadkami rentowności obligacji przemawia umiarkowane nastawienie w polityce pieniężnej NBP oraz obniżenie ścieżki inflacji względem scenariusza skorygowanego po wybuchu wojny na Bliskim Wschodzie, wynikające z wprowadzenia rządowego programu osłonowego ograniczającego wzrost cen paliw. Dodatkowym czynnikiem wspierającym krajowy rynek długu będzie nieco wolniejszy od prognoz z początku roku wzrost gospodarczy w Polsce odzwierciedlający negatywny wpływ konfliktu w Zatoce Perskiej. Wysoka podaż na krajowym rynku pierwotnym nie powinna istotnie ciężić wycenom obligacji. Na rynkach bazowych dostrzegamy przestrzeń do spadku rentowności obligacji amerykańskich, co pośrednio wzmocniłoby wyceny polskich instrumentów. W 2q26 można się spodziewać utrzymania wysokiej zmienności notowań, wynikającej z wydarzeń na Bliskim Wschodzie. Należy podkreślić, że rozwój sytuacji w Zatoce Perskiej oraz skutki ekonomiczne i rynkowe konfliktu są trudne do przewidzenia.
- W Polsce notowania FRA wyceniają wzrost stopy referencyjnej NBP w 2026 o ponad 50pb do co najmniej 4,25%. Rynek zakłada, że Rada zaostreży politykę pieniężną w ślad za wzrostem inflacji i oczekiwań inflacyjnych (według wstępnego odczytu inflacja w marcu wyniosła 3,0% r/r). Zwracamy jednak uwagę, że wprowadzenie niższych stawek VAT i akcyzy na paliwa już w kwietniu obniży ścieżkę inflacji, która w II kwartale powróci w okolice celu inflacyjnego NBP (2,5%). Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym taki scenariusz są dokonane po wybuchu wojny w Zatoce Perskiej rewizje w dół rynkowych prognoz tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w 2026. Warto też wspomnieć, że w marcu RPP obniżyła stopy procentowe o 25pb mimo trwającego konfliktu oraz rosnących cen surowców energetycznych. Może to sugerować chęć prowadzenia możliwie najbardziej łagodnej polityki monetarnej w kolejnych miesiącach, tym bardziej, że mimo ostatnich obniżek stopy NBP pozostają na podwyższonym poziomie względem prognozowanej przez nas stopy terminalnej. Marcowe wypowiedzi przedstawicieli RPP zwiększają prawdopodobieństwo takiego scenariusza. Jeśli Rada werbalnie uspokoi rynek i przejdzie w tryb „wait-and-see”, czekając na lipcową projekcję inflacyjną NBP, przekonanie inwestorów co do skali podwyżek stóp powinno osłabnąć.
- Wysoka podaż na krajowym rynku pierwotnym wciąż będzie ciężić wycenom obligacji w najbliższych miesiącach, natomiast nie doprowadzi do zmiany dominujących trendów. Oczekujemy, że w 2q26 Ministerstwo Finansów wyemituje papiery za 90 mld PLN, z czego 16 mld PLN w formule aukcji zamiany. Częściowo negatywny wpływ nowej podaży będzie niwelować napływ środków z tytułu zapadających obligacji i wypłaty odsetek, który szacujemy na 19 mld PLN. Środki trafią bezpośrednio do inwestorów, gdyż NBP w portfelu nie posiada wykupowanych papierów. Oznacza to, że w celu sfinansowania nowych emisji konieczny będzie napływ środków netto w wysokości nieco ponad 50 mld PLN. W naszej ocenie ewentualne odwołanie kilku aukcji lub przejściowa redukcja sprzedaży papierów nie będzie miało dużego wpływu na realizację tegorocznych potrzeb pożyczkowych (MF pokryło je już w 41%). Podobnie jak w ostatnich tygodniach, kluczowe znaczenie z punktu widzenia struktury oferty na rynku pierwotnym i skali sprzedaży obligacji będzie miała sytuacja na globalnym rynku finansowym. W tym kwartale też BGK emitować będzie obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 (ok. 8 mld PLN), co w ograniczonym stopniu może negatywnie wpływać na krajowy rynek długu.
- Konflikt na Bliskim Wschodzie doprowadził do wzrostu cen surowców energetycznych i oczekiwań inflacyjnych na świecie. Notowania rocznych swapów inflacyjnych wzrosły w marcu w USA i strefie euro do 3,3% (w Europie o ponad 1,5pp). W efekcie na świecie obserwujemy zmiany oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej banków centralnych. Rynek wycenia do końca 2026 wzrost stóp EBC o blisko 75pb, a w przypadku Fed dostrzegane jest ryzyko podwyżki o 25pb. W naszej ocenie wspomniane banki centralne prowadzić będą bardziej umiarkowaną politykę pieniężną niż sugerują wyceny rynkowe na ten moment, czemu sprzyjają: ryzyko wolniejszego globalnego wzrostu gospodarczego w 2026, słabnący rynek pracy w USA oraz powolny wzrost gospodarczy w strefie euro. Jeśli zgodnie z naszym scenariuszem banki centralne zdecydują się na obserwację napływających danych, wstrzymując się z radykalnymi podwyżkami stóp procentowych krzywe dochodowości obligacji na rynkach bazowych otrzymają impuls spadkowy. Taki scenariusz uprawdopodobniają informacje o programach osłonowych wprowadzanych przez niektóre państwa UE. Ponadto w scenariuszu bazowym zakładamy, że inwestorzy będą w 2q26 zajmować pozycje pod scenariusz deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, co będzie wywierać presję na spadek cen ropy naftowej i gazu, a w efekcie do spadku inflacji z marcowych szczytów.

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

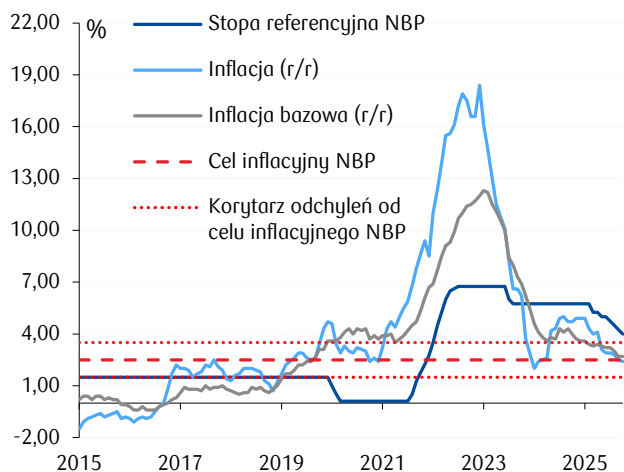
tel. 724 125 136

dr Sławomir Bembenik, CFA

Strateg

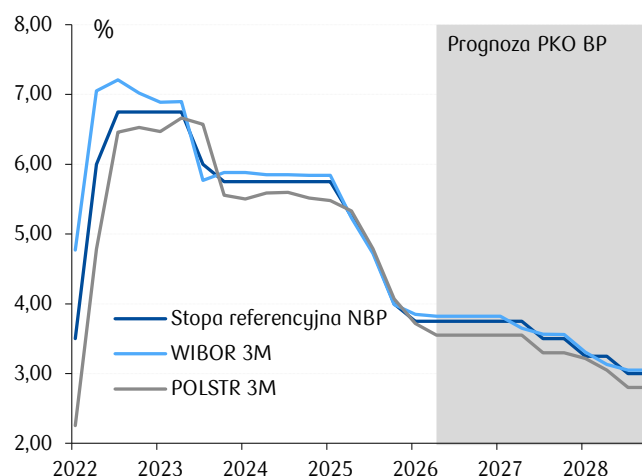
slawomir.bembenik@pkobp.pl

Wykres 1. Dzięki rządowej tarczy inflacja w 2026 powinna utrzymywać się blisko celu NBP.



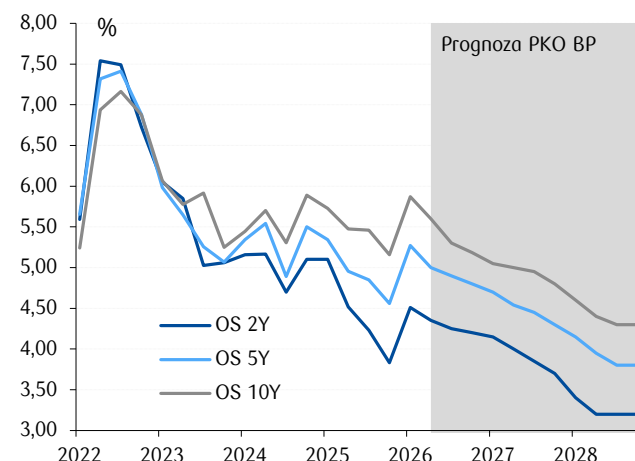
Źródło: PKO Bank Polski, NBP

Wykres 2. Prognozujemy, że stawki na rynku pieniężnym w całym 2026 pozostaną bez zmian.



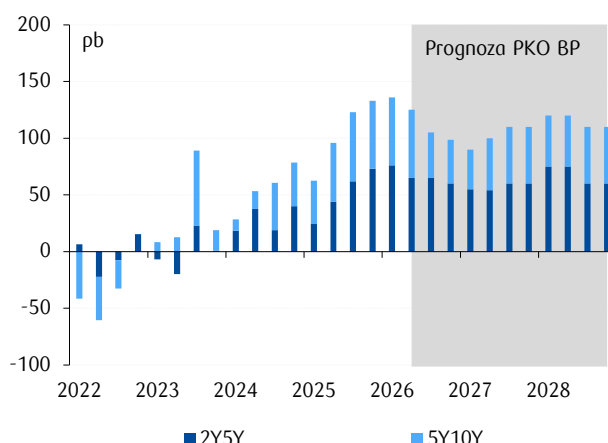
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 3. Na krajowym rynku długu oczekiwać można odreagowania i spadku rentowności polskich obligacji w dalszej części roku.



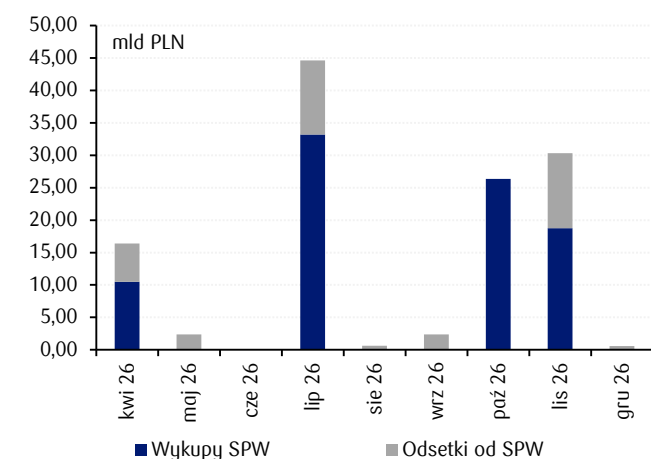
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 4. Rynek przereagował wyceniając podwyżki stóp NBP w 2026. Korekta tych oczekiwań powinna przynieść zawężenie spreadu 2Y5Y.



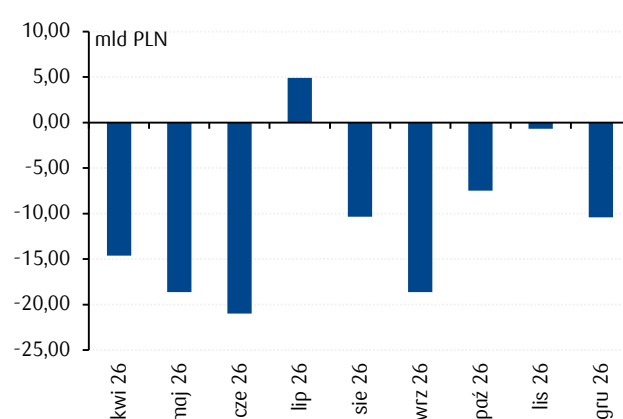
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 5. W 2q26 wartość odsetek, a także wykupów obligacji skarbowych wyniesie około 19 mld PLN.



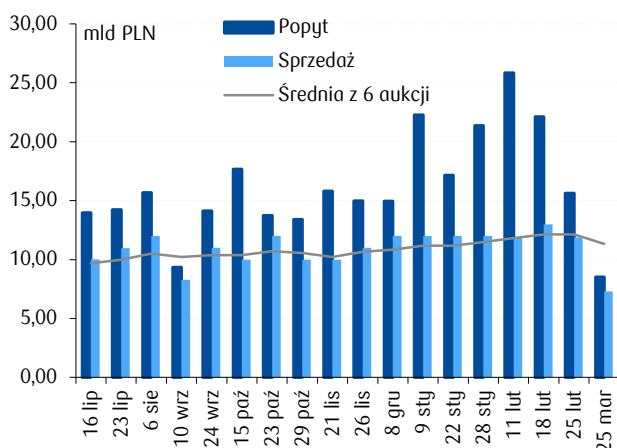
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6. Prognozowane miesięczne przepływy w ujęciu netto na pierwotnym rynku hurtowych obligacji.



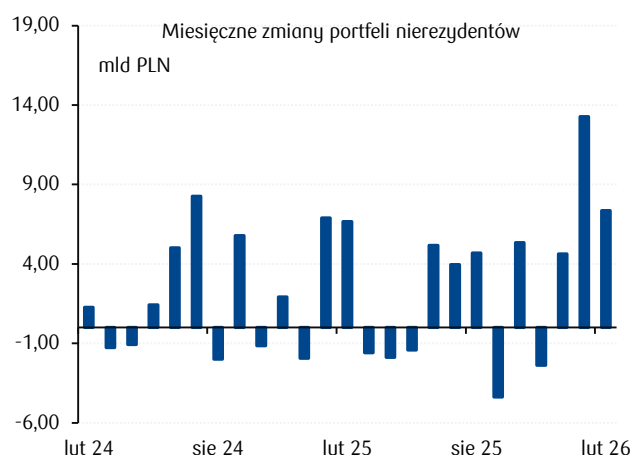
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 7. Konflikt na Bliskim Wschodzie utrudnił organizację aukcji obligacji na krajowym rynku długu.



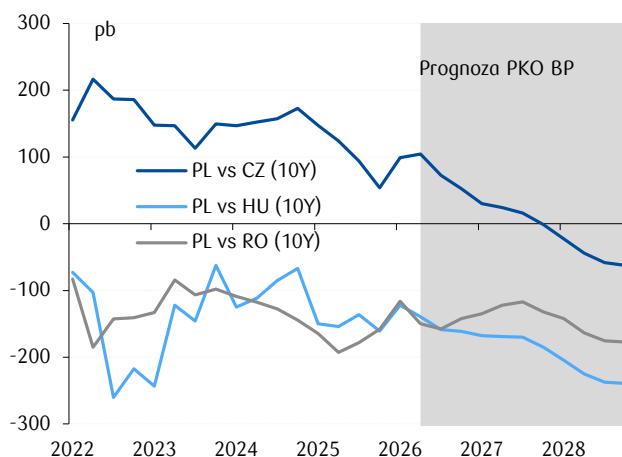
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 8. Od grudnia 2025 do lutego 2026 inwestorzy zagraniczni kupili obligacje hurtowe za 25 mld PLN.



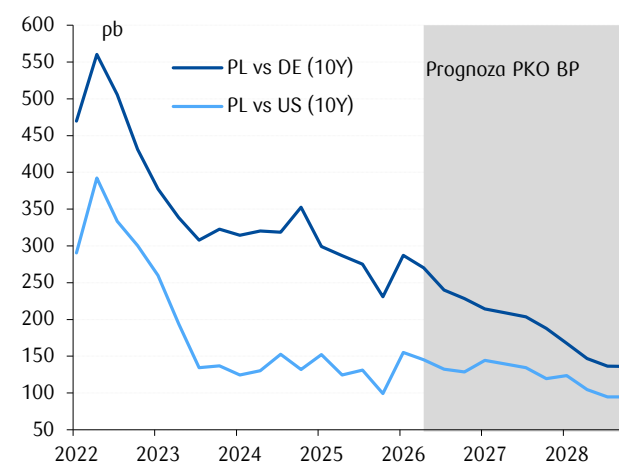
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 9. W 2026 polski rynek długu powinien być jednym z atrakcyjniejszych w regionie CEE.



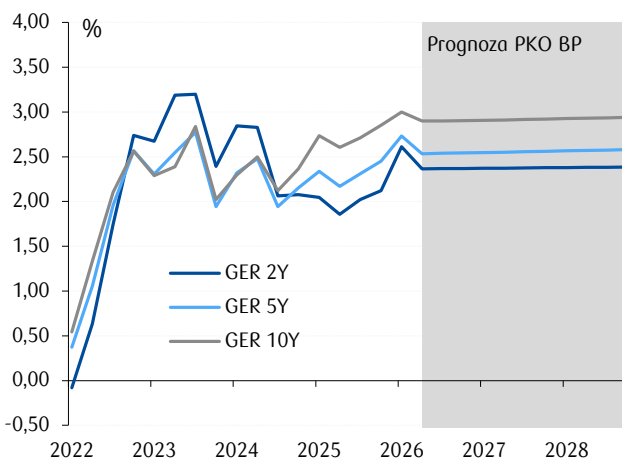
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 10. Polskie obligacje powinny relatywnie zyskiwać w relacji do papierów niemieckich.



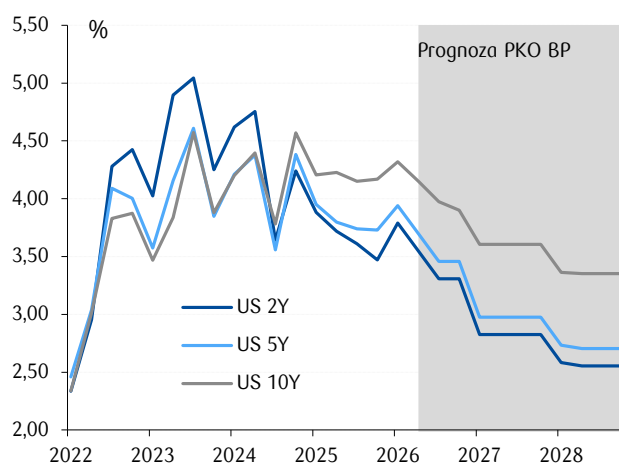
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 11. Rentowności 10-letnich Bundów mogą pozostać blisko 3,0% w dalszej części 2026.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 12. Rentowności amerykańskich obligacji w 2q26 powinny rozpocząć trend spadkowy.



Źródło: PKO Bank Polski

PROGNOZY DLA RYNKU STOPY PROCENTOWEJ

Tabela 1 Stawki na rynku pieniężnym (% , stan na koniec okresu)

	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26P	3q26P	4q26P	1q27P	2q27P	3q27P	4q27P
Stopa referencyjna NBP	5,75	5,75	5,25	4,75	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50
WIBOR1M	5,82	5,85	5,35	4,81	4,04	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81	3,56	3,56
WIBOR3M	5,84	5,84	5,23	4,72	3,99	3,85	3,82	3,82	3,82	3,82	3,65	3,56	3,56
WIBOR6M	5,80	5,76	5,04	4,58	3,87	3,89	3,84	3,84	3,84	3,76	3,63	3,58	3,45
POLSTR 1M	5,46	5,41	5,02	4,52	3,71	3,67	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,30	3,30
POLSTR 3M	5,52	5,48	5,33	4,79	4,07	3,72	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	3,30	3,30
POLSTR 6M	5,60	5,53	5,44	5,10	4,46	3,91	3,63	3,55	3,55	3,55	3,55	3,43	3,30
SOFR 3M USD	4,31	4,29	4,29	3,98	3,65	3,69	3,67	3,41	3,23	2,89	2,89	2,89	2,89
EURIBOR 3M	2,71	2,34	1,94	2,03	2,03	2,08	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
SARON 3M CHF	0,38	0,18	-0,06	-0,05	-0,05	-0,06	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05

P-prognoza

Stan na 31 III 2026

Źródło: PKO Bank Polski

Tabela 2 Rentowności obligacji skarbowych na świecie (% , stan na koniec okresu)

	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26P	3q26P	4q26P	1q27P	2q27P	3q27P	4q27P
GER 2Y	2,08	2,05	1,86	2,02	2,12	2,61	2,36	2,37	2,37	2,37	2,37	2,38	2,38
GER 5Y	2,15	2,34	2,17	2,31	2,45	2,73	2,53	2,54	2,54	2,55	2,55	2,56	2,56
GER 10Y	2,36	2,74	2,61	2,71	2,85	3,00	2,90	2,90	2,90	2,91	2,91	2,92	2,92
US 2Y	4,24	3,88	3,72	3,61	3,47	3,79	3,55	3,31	3,31	2,82	2,82	2,82	2,82
US 5Y	4,38	3,95	3,80	3,74	3,73	3,94	3,70	3,46	3,46	2,97	2,97	2,97	2,97
US 10Y	4,57	4,21	4,23	4,15	4,17	4,32	4,15	3,98	3,90	3,60	3,60	3,60	3,60
CH 2Y	-0,02	0,11	-0,11	-0,14	-0,09	0,07	0,01	0,03	0,05	0,07	0,13	0,19	0,26
CH 5Y	0,08	0,31	0,11	0,01	0,08	0,17	0,13	0,15	0,18	0,21	0,24	0,26	0,29
CH 10Y	0,27	0,54	0,41	0,18	0,28	0,34	0,22	0,23	0,25	0,27	0,29	0,31	0,33
CZ 10Y	4,16	4,25	4,23	4,52	4,62	4,88	4,55	4,58	4,66	4,75	4,76	4,79	4,81
HU 10Y	6,56	7,23	7,01	6,82	6,77	7,09	6,99	6,89	6,80	6,73	6,69	6,65	6,65
RO 10Y	7,33	7,37	7,40	7,24	6,74	7,03	7,10	6,88	6,60	6,40	6,22	6,12	6,12

P-prognoza

Stan na 31 III 2026

Źródło: PKO Bank Polski

Tabela 3 Rentowności obligacji i spread na polskim rynku stopy procentowej (% , stan na koniec okresu)

	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26P	3q26P	4q26P	1q27P	2q27P	3q27P	4q27P
OS 1Y	5,07	4,90	4,26	3,70	3,48	3,93	3,85	3,82	3,82	3,79	3,64	3,59	3,45
OS 2Y	5,10	5,10	4,52	4,23	3,83	4,51	4,35	4,25	4,20	4,15	4,00	3,85	3,70
OS 5Y	5,50	5,34	4,95	4,85	4,56	5,27	5,00	4,90	4,80	4,70	4,54	4,45	4,30
OS 10Y	5,89	5,73	5,47	5,46	5,16	5,87	5,60	5,30	5,19	5,05	5,00	4,95	4,80
IRS 1Y	5,61	5,42	4,71	4,25	3,60	4,23	4,15	4,12	4,12	4,09	3,94	3,89	3,75
IRS 2Y	5,23	4,87	4,30	4,07	3,54	4,40	4,20	4,10	4,05	3,95	3,80	3,65	3,50
IRS 5Y	5,00	4,64	4,22	4,14	3,74	4,58	4,30	4,20	4,10	4,00	3,84	3,75	3,60
IRS 10Y	5,16	4,85	4,55	4,51	4,17	4,86	4,65	4,35	4,24	4,10	4,05	4,00	3,85
ASW 10Y (pb)	73	88	93	95	99	101	95	95	95	95	95	95	95

P-prognoza

Stan na 31 III 2026

Źródło: PKO Bank Polski

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

Biurowy 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 1 kwietnia 2026 roku o godz. 15:00.

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 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.