

Korekta bez paniki: Bliski Wschód schładza polski dług nieskarbowy

- Wybuch konfliktu na Bliskim Wschodzie w marcu 2026 wywołał globalną przecenę papierów nieskarbowych. Wzrost oczekiwań inflacyjnych związany ze skokiem cen surowców energetycznych rozbudził obawy o wyższe stopy procentowe, co przełożyło się na istotne przesunięcie w górę krzywych dochodowości.
- Na polskim rynku gwałtowna zmiana otoczenia była w dużej mierze amortyzowana przez wysoki udział obligacji zmiennokuponowych. Warto jednak odnotować, że krajowa krzywa dochodowości długu skarbowego przesunęła się od końca lutego w górę o blisko 100pb (dla papierów denominowanych w euro o 40-70pb), co pogorszyło wyceny papierów korporacyjnych o stałych kuponach.
- Poza wzrostem rentowności obligacji skarbowych w marcu obserwowaliśmy również zwiększenie spreadu kredytowego, które wynikało głównie ze wzrostu premii za płynność, a tylko w ograniczonym stopniu z pogorszenia fundamentów emitentów. W ujęciu europejskim słabiej zachowywały się obligacje wysokokuponowe (HY) niż o ratingu inwestycyjnym (IG), a największa presja była widoczna w sektorach konsumpcyjnym, zwłaszcza dóbr dyskrecyjnych, oraz w branżach szczególnie wrażliwych na wysokie ceny energii. Należy jednak podkreślić, że od kwietnia spready powróciły do poziomów z lutego.
- W scenariuszu bazowym zakładamy deeskalację konfliktu w Zatoce Perskiej w najbliższych miesiącach, obejmującą porozumienie między USA a Iranem co najmniej mrozące działania wojenne i pozwalające odblokować cieśninę Ormuz. To powinno przełożyć się na poprawę wycen obligacji nieskarbowych głównie poprzez spadek rentowności papierów skarbowych, będących punktem odniesienia.
- W perspektywie kolejnych miesięcy oczekujemy stopniowego zawężania spreadów kredytowych na rynku obligacji nieskarbowych, choć skala tego ruchu będzie umiarkowana ze względu na odreagowanie dokonane od kwietnia, przy czym głównym wsparciem dla wycen będzie wygasanie ryzyka geopolitycznego, utrzymująca się solidna sytuacja fundamentalna emitentów i odbudowujący się popyt instytucjonalny na rynku pierwotnym.

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

Konflikt na Bliskim Wschodzie wywołał globalną przecenę papierów nieskarbowych

Wybuch konfliktu na Bliskim Wschodzie miał decydujący wpływ na notowania instrumentów finansowych na świecie. Obawy o niewystarczającą podaż surowców energetycznych, wynikające z blokady cieśniny Ormuz, spowodowały, że cena ropy Brent okresowo zbliżała się do 120 USD/b, a oczekiwania inflacyjne gwałtownie przesunęły się w górę. Roczne swapy w strefie euro zaczęły wyceniać wzrost inflacji do 3,7%, wobec 1,8% w lutym, a w Stanach Zjednoczonych — do 3,5%, wobec 2,5% w lutym.

Wyższe oczekiwania inflacyjne nasiliły spekulacje dotyczące podwyżek stóp procentowych w głównych gospodarkach świata i negatywnie wpłynęły na wyceny papierów dłużnych, których rentowności dynamicznie przesuwały się w górę. W Polsce skarbowa krzywa dochodowości, będąca punktem odniesienia dla papierów nieskarbowych, przesunęła się od końca lutego w górę o blisko 100pb. Przed silniejszą przeceną na polskim rynku papierów nieskarbowych chronił fakt, że papiery zmiennoprocentowe stanowią znaczną część krajowych emisji. WIBOR 3M praktycznie nie zmienił się, a stawka WIBOR 6M wzrosła o 20pb. Odwrotne proporcje obserwujemy w strefie euro, gdzie dominują emisje o stałym kuponie. We wspomnianym okresie

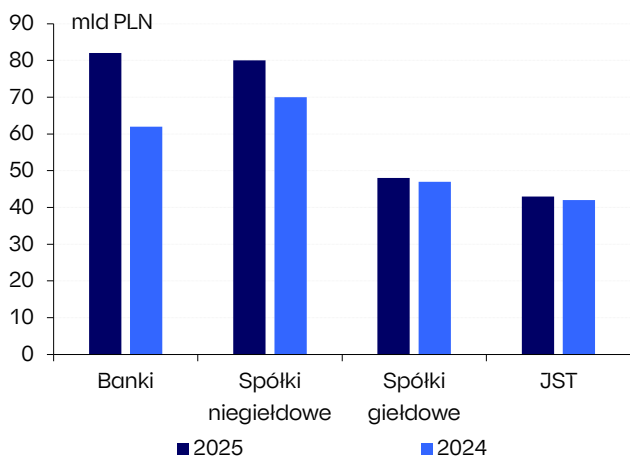
notowania kontraktów IRS w strefie euro wzrosły o 40–70pb. Choć polscy emitenci koncentrują się na emisjach w złotych, część z nich wspomaga się również emisjami walutowymi, dlatego wzrost kosztów finansowania ma dla nich znaczenie.

Poza silnym globalnym wzrostem krzywych dochodowości obligacji obserwowaliśmy również wzrost premii kredytowej, widoczny w marcu. Dla przykładu iTraxx Europe Main, który w lutym utrzymywał się w przedziale 50–55 pkt, czyli w pobliżu wieloletnich minimów, pod koniec marca przekroczył 70 pkt. Sygnały wskazujące na możliwość zawarcia porozumienia pokojowego między USA a Iranem skutkowały jednak w kwietniu obniżeniem się indeksu w okolice 55 pkt, a więc w pobliże poziomów z końca lutego. Rozszerzenie spreadów wynikało ze wzrostu ryzyka geopolitycznego, premii za płynność oraz wyższej niepewności.

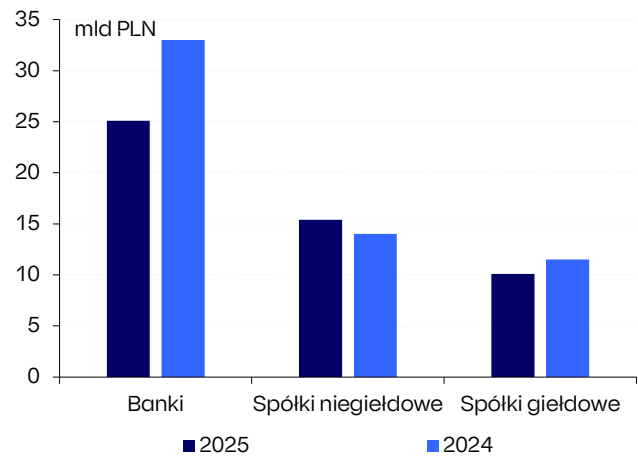
Od strony makroekonomicznej na rynek papierów dłużnych negatywnie wpływały obawy przed scenariuszami stagflacyjnymi, których prawdopodobieństwo rosło przede wszystkim w strefie euro. W naszej ocenie wspomniana wyższa premia kredytowa tylko w ograniczonym stopniu wynikała bezpośrednio z pogarszających się oczekiwań dotyczących sytuacji ekonomicznej emitentów. Ze względu na ograniczoną płynność polskiego rynku papierów nieskarbowych w analizie trendów zasadne jest odwołanie się do tendencji dominujących w Europie, tym bardziej że sygnały z polskiego rynku sugerowały podobny kierunek zmian.

Na przestrzeni ostatnich miesięcy papiery HY zachowywały się słabiej niż papiery IG. W ujęciu sektorowym słabsze wyniki odnotowały spółki z sektorów konsumpcyjnych, szczególnie z segmentu dóbr dyskrejonalnych, a także podmioty narażone na wysokie ceny energii, w tym m.in. przemysł. Umiarkowanie negatywny wpływ rosnącego ryzyka geopolitycznego był widoczny na rynku pierwotnym. Na przełomie marca i kwietnia, czyli w okresie silnego wzrostu premii kredytowej, spadła wartość emisji papierów dłużnych realizowanych przez podmioty w Europie, w tym w Polsce. Zjawisko to traktujemy jednak jako krótkotrwałe i nie sądzimy aby poważnie wpłynęło na statystyki całego roku.

Wykres 1. W 2025 doszło do wyraźnego wzrostu wartości nominalnej emisji pozostających w obrocie papierów dłużnych spółek niegieldowych i banków, bez BGK i PFR. **Wykres 2. Wartość emisji papierów dłużnych o terminach wykupu przekraczających 1 rok, bez BGK i PFR.**



Źródło: KNF



Źródło: KNF

Spready ASW dla papierów FPC oferowanych przez BGK nieznacznie wzrosły

W poszczególnych segmentach rynku obligacji nieskarbowych od czasu wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie widoczne były negatywne zmiany, choć ich skala różniła się w zależności od analizowanego instrumentu.

W przypadku obligacji emitowanych przez BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 wyceny w relacji do benchmarków skarbowych nie uległy istotnej zmianie. Analizując wyniki ostatnich trzech przetargów organizowanych przez BGK w dniach

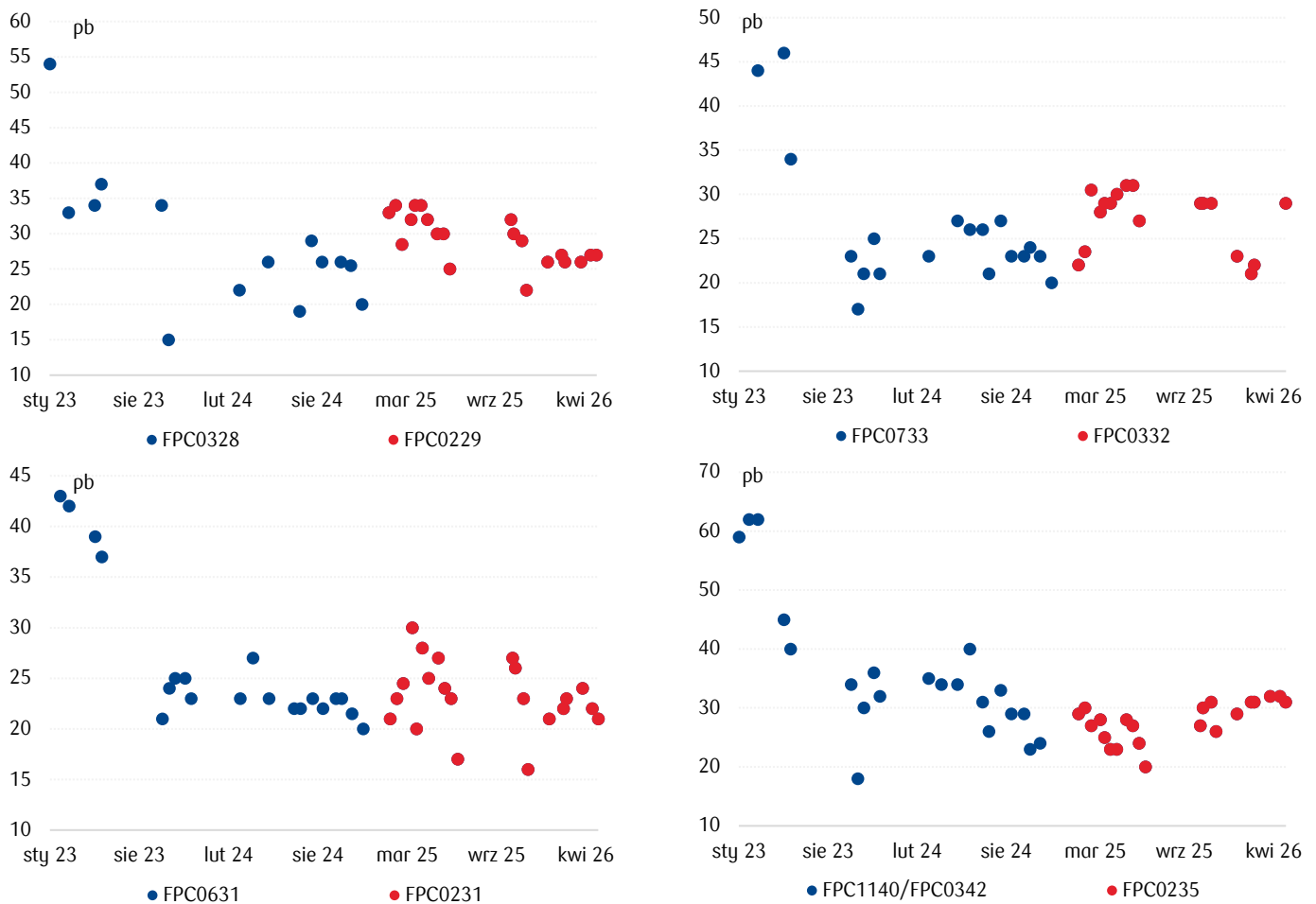
26 marca oraz 16 i 29 kwietnia 2026, można zauważyć symboliczny wzrost spreadu względem papierów skarbowych, wynoszący około 1–3 pb. Oznacza to, że notowania zmieniają się w ślad za długiem skarbowym.

Choć marża ponad dług skarbowy nie zmieniła się istotnie, od końca lutego rozszerzyła się marża dyskontowa (discount margin — DM), liczona dla skarbowych papierów serii WZ, stanowiących punkt odniesienia. Na koniec kwietnia DM wzrosła w pobliżu 75pb, podczas gdy 28 lutego była kwotowana o 30pb niżej. Ma to szczególne znaczenie w kontekście oferowanej na aukcjach serii FPC0332 o zmiennym kuponie. Tym samym można mówić o istotnym wzroście kosztu finansowania w tym segmencie.

Zmiany wycen odnotowaliśmy również w przypadku papierów o stałym kuponie. Od wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie spready ASW dla krajowych obligacji wzrosły o blisko 20pb, osiągając w segmencie 10-letnim 100pb. Wspomniane zmiany spreadów dla papierów skarbowych nie wynikały z istotnego pogorszenia oceny kredytowej Polski, lecz z podwyższonego ryzyka geopolitycznego. Niemniej częściowo wyższy koszt finansowania mógł również odzwierciedlać rosnące obawy dotyczące potencjalnego zwiększenia skali nierównowagi finansów sektora publicznego, ryzyka obniżenia ratingu Polski po wakacjach oraz wolniejszego wzrostu gospodarczego.

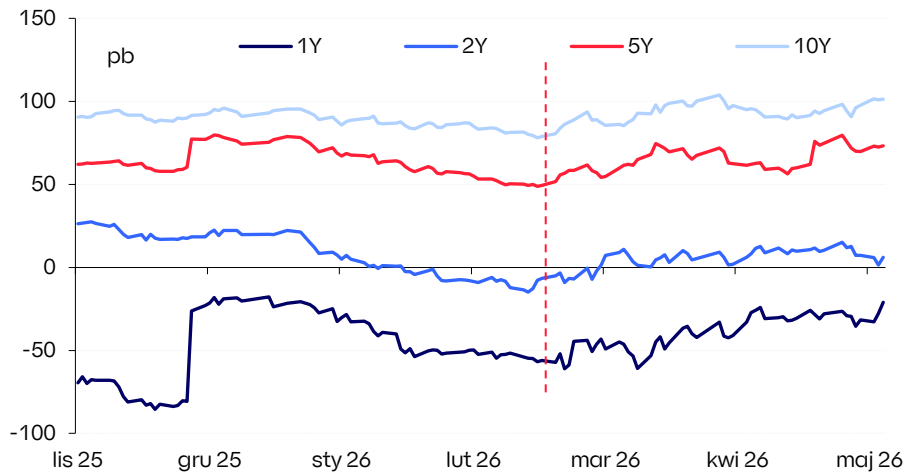
Jeżeli do wspomnianych zmian spreadów dodamy wyższe krzywe dochodowości dla długu skarbowego, otrzymujemy wzrost rentowności papierów FPC o stałym kuponie rzędu 84–102pb między aukcjami z 19 lutego i 29 kwietnia.

Wykres 3-6. Wyceny obligacji serii FPC na aukcjach organizowanych przez BGK — spread względem benchmarków skarbowych.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 7. Po wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie ASW dla 10-letnich polskich obligacji skarbowych rozszerzały się okresowo powyżej 100pb.



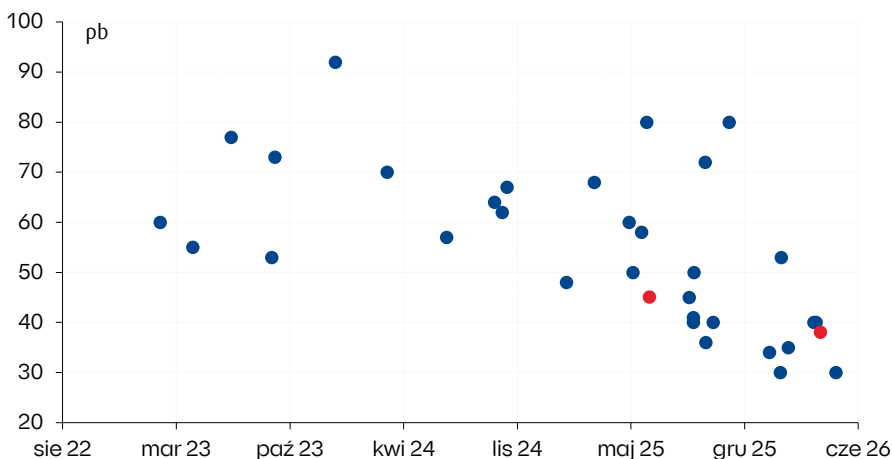
Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Premia kredytowa dla polskich banków utrzymuje się na niskich poziomach

Polskie banki hipoteczne w 2026 wyemitowały listy zastawne tylko dwukrotnie. W obu przypadkach były to emisje PKO BH — detaliczna w PLN i hurtowa w EUR — zrealizowane w kwietniu. Zarówno emisje krajowe, jak i emisje obserwowane na szerokim rynku europejskim nie wskazują, aby od marca, czyli od wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie, doszło do zmiany premii kredytowej. Podobny wniosek płynie z analizy kilku transakcji przeprowadzonych na rynku pierwotnym w regionie CEE.

Banki z regionu CEE emitowały listy zastawne w EUR przy ASW, który utrzymywał się blisko 40pb. W tym kontekście interesujące jest to, że w maju Ceska Sporitelna wyemitowała papiery 5-letnie z marżą MS+30pb. Można zatem wnioskować, że rynek listów zastawnych pozostał bardzo odporny na konflikt na Bliskim Wschodzie. Wspomniane tendencje znajdują również potwierdzenie w notowaniach iBoxx EUR Covered Index dla Europy. Warto jednocześnie nadmienić, że wzrost rentowności obligacji skarbowych miał tylko niewielki wpływ na wyceny dla listów w PLN, gdyż praktycznie cały polski rynek opiera się na zmiennej stawce WIBOR. Struktura ta została dokładnie opisana w raporcie specjalnym - [W 2026 emisje listów zastawnych w Polsce powinny być tańsze](#).

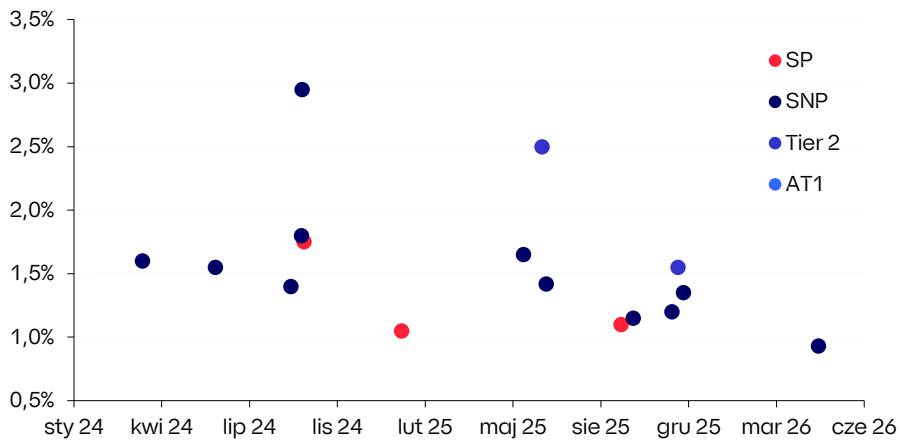
Wykres 8. Spready ASW dla listów zastawnych emitowanych w EUR przez banki z regionu CEE systematycznie się zawężają mimo wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie (rynek pierwotny, na czerwono zaznaczono emisje polskich banków hipotecznych).



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

W 2026 w Polsce zorganizowano jedynie dwie emisje obligacji bankowych, z czego tylko jedną w okresie konfliktu na Bliskim Wschodzie. Z drugiej strony w ostatnich tygodniach częściej pojawiały się informacje o odkupach papierów. Pozytywne saldo przepływów powinno zatem wspierać wyceny rynkowe. Na rynku wtórnym widoczna była z kolei tendencja do spadku ASW, a w wielu przypadkach spready były niższe niż pod koniec lutego. W tym kontekście warto zauważyć, że ASW mierzone indeksami iBoxx dla europejskich obligacji emitowanych przez banki spadły o około 5% od końca lutego 2026. O pozytywnych perspektywach rynku pisaliśmy też w raporcie specjalnym [Spready kredytowe obligacji polskich banków z potencjałem do zawężenia](#). Warto jednocześnie pamiętać, że w przypadku papierów o stałym oprocentowaniu widoczna była presja na wzrost dochodowości w ślad za wzrostem rentowności długu skarbowego, podobnie jak na innych wspomnianych wcześniej rynkach.

Wykres 9. Na rynku pierwotnym asset swap spready w przypadku emisji w EUR realizowanych przez polskie banki utrzymują się na niskich poziomach lub wręcz obniżają się.



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

Perspektywy rynku

W perspektywie kolejnych miesięcy zakładamy deeskalację konfliktu w Zatoce Perskiej. Porozumienie może oznaczać trwalszy pokój między USA a Iranem albo zamrożenie konfliktu, przy czym kluczowe jest założenie odblokowania cieśniny Ormuz. Taki scenariusz wydaje się najbardziej prawdopodobny na podstawie analizy kosztów i korzyści dla wszystkich stron konfliktu, możliwości osiągnięcia celów zakładanych przez USA, wypowiedzi przedstawicieli zaangażowanych państw, a także ograniczeń prawno-organizacyjnych. Należy jednak podkreślić, że jest on obarczony wysokim ryzykiem.

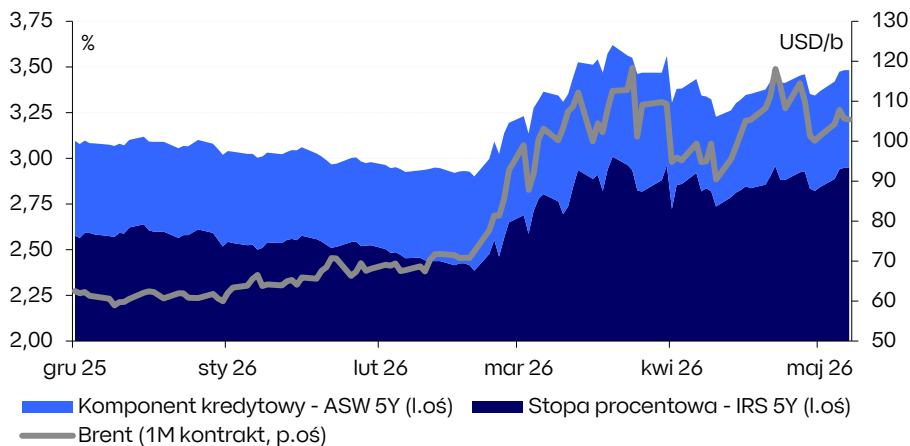
Wspomniany pozytywny scenariusz geopolityczny przyczyniłby się do poprawy wycen obligacji nieskarbowych. Należy jednak podkreślić, że byłby to głównie efekt spadku rentowności papierów skarbowych, stanowiących punkt odniesienia, które jako klasa aktywów bardzo straciły na wartości w wyniku globalnego wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Z punktu widzenia wycen papierów polskich emitentów najsilniejsze przełożenie dotyczyłoby papierów denominowanych w euro, ponieważ to one opierają się głównie na stałym kuponie.

Można również spodziewać się dalszego zawężenia spreadów kredytowych (zarówno w kontekście spreadu do papierów skarbowych i ASW/DM), choć zakres zmian będzie ograniczony ze względu na skalę odreagowania obserwowanego na rynku od kwietnia. Za takim scenariuszem przemawia eliminacja głównego negatywnego czynnika geopolitycznego, który dotychczas ciążył na wycenach papierów nieskarbowych, przy jednocześnie solidnej sytuacji ekonomicznej emitentów. Warto też wspomnieć,

że prognozy wzrostu gospodarczego i wyników spółek w USA oraz Europie wciąż pozostają pozytywne.

Oczekujemy, że popyt instytucjonalny na krajowym rynku pierwotnym będzie się stopniowo odbudowywał. Już obecnie, mimo wysokiego ryzyka geopolitycznego, pozostaje on relatywnie wysoki. Dane za kwiecień potwierdzają napływy netto środków do TFI, w tym w kierunku aktywów ryzykownych, m.in. akcji. Wysoka płynność sektora finansowego sugeruje, że także inne instytucje finansowe będą zainteresowane zakupem papierów w ramach nowych emisji. Wspomniane zmiany powinny przełożyć się również na stabilizację lub nawet niewielkie zawężenie ASW na rynku obligacji skarbowych, będących punktem odniesienia dla emisji nieskarbowych.

Wykres 10. Wzrost rentowności obligacji nieskarbowych od marca wynikał głównie z komponentu stopy procentowej, a jedynie przejściowo w niewielkim stopniu z premii kredytowej. Odreagowanie musi się zatem również odbywać poprzez komponent stopy procentowej (wyliczenia na bazie indeksu obligacji korporacyjnych w strefie euro, 5Y, EUR, dla wszystkich sektorów, rating od A- do A+).



Źródło: szacunki 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

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: 14 maja 2026 roku o godz. 11:45.

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 kształtują 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.