

## Polski 10-letni ASW blisko 100pb: nowa równowaga czy okazja do kompresji?

- Asset swap spready (ASW) na polskim rynku obligacji skarbowych przeszły w ostatniej dekadzie strukturalną zmianę — od poziomów ujemnych lub umiarkowanie dodatnich do okolic 100pb w sektorze 10Y. W maju 2026 cała krzywa dla tenorów powyżej 2 lat znalazła się na dodatnich poziomach.
- Polskie obligacje skarbowe pozostają relatywnie tanie względem rynków o podobnym ratingu kredytowym. Dla wybranych państw z ratingiem od BBB+ do A+ 10-letnie ASW mieszczą się w przedziale 20-70pb, podczas gdy w Polsce spread utrzymywał się nieco poniżej 100pb.
- Głównym czynnikiem wspierającym szerokie ASW pozostają wysokie potrzeby pożyczkowe państwa. Model VECM wskazuje na istotną rolę podaży obligacji na aukcjach regularnych, oczekiwań dotyczących stóp NBP, globalnej zmienności na rynku obligacji i wysokości premii kredytowej dla Polski.
- Potencjalna deeskalacja na Bliskim Wschodzie i wzrost popytu ze strony inwestorów zagranicznych powinny krótkoterminowo sprzyjać kompresji spreadów. Podobnie było w pierwszych miesiącach 2026. Wówczas rekordowe emisje Ministerstwa Finansów zostały zaabsorbowane, a udział inwestorów zagranicznych w zakupach DS1035 mógł sięgnąć 47% emisji, wspierając spadek 10-letniego ASW poniżej 80pb w lutym.
- W dłuższej perspektywie 10-letni ASW może wzrosnąć powyżej 100pb, szczególnie w sytuacji utrzymującego się wysokiego deficytu budżetowego i dużej podaży obligacji w kolejnych kwartałach.

### Biuro Strategii Rynkowych

[pkoresearch@pkobp.pl](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

[X @PKO\\_Research](#)

[centrumanaliz.pkobp.pl](http://centrumanaliz.pkobp.pl)

dr Mirosław Budzicki

Strateg

[miroslaw.budzicki@pkobp.pl](mailto:miroslaw.budzicki@pkobp.pl)

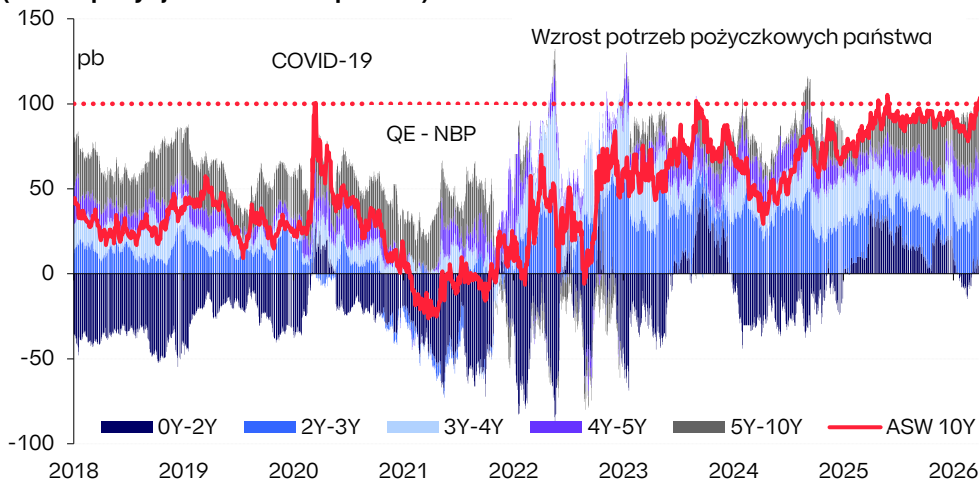
tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

### Strukturalna zmiana asset swap spreadów - od ujemnych poziomów do 100 pb

W ciągu ostatnich lat ASW na polskim rynku obligacji skarbowych systematycznie się rozszerzają. W efekcie w maju 2026 cała krzywa dla tenorów powyżej 2Y znalazła się na dodatnich poziomach, a w sektorze 10-letnim przekroczone zostało 100pb. Dla porównania na koniec 2019 ASW dla 2-letnich obligacji kształtował się blisko -33pb podczas gdy dla 10-letnich 30pb. Oznacza to wzrost o około 40-70pb.

### Wykres 1. 10-letni ASW na polskim rynku obligacji skarbowych wzrósł w pobliżu 100pb (dekompozycja terminowa spreadu).

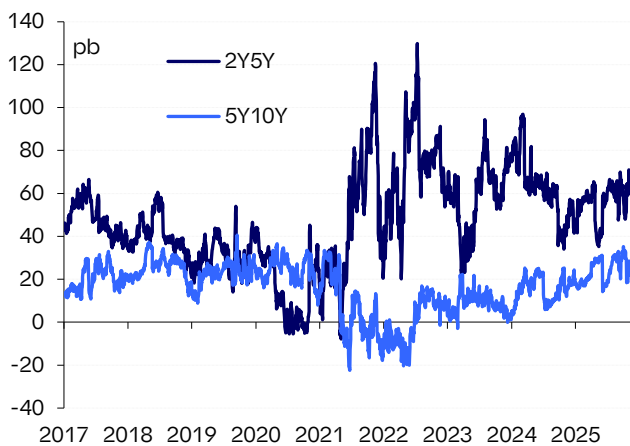


Źródło: szacunki PKO Bank Polski

ASW rosną właściwie we wszystkich analizowanych tenorach. Niemniej w ostatnich latach szczególnie zwraca uwagę silny wzrost spreadów 2Y5Y i 5Y10Y. Pod koniec 2019 różnica między ASW dla 5- i 2-letnich obligacji wynosiła 40pb (w ujęciu średniomiesięcznym), natomiast obecnie jest to około 65pb. Z kolei różnica pomiędzy sektorami 10Y i 5Y historycznie patrząc przez znaczną część okresu utrzymywała się w przedziale między 20 a 30pb. Zmiany notowań z ostatnich lat przyniosły zatem powrót do długoterminowej średniej. W tym raporcie koncentrujemy się głównie na wyjaśnieniu zmian spreadów dla tenorów 5Y i 10Y (w przypadku krótszych tenorów większe znaczenie mają kwestie płynnościowe i skala przeprowadzanych aukcji zamiany).

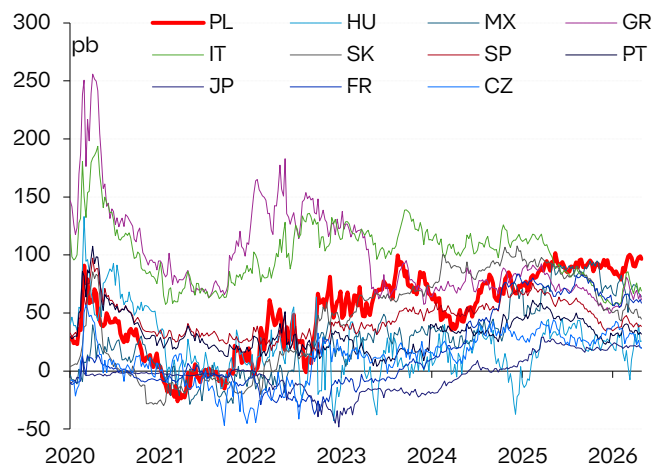
W ostatnich latach negatywne zmiany notowań na polskim rynku długu skarbowego były widoczne również w ujęciu relatywnym, zwłaszcza w porównaniu z rynkami o podobnym ratingu kredytowym. Wśród państw z oceną od BBB+ do A+ Polska miała jedno z najszerzych ASW w sektorze 10Y. Według danych na 1 czerwca 2026 dla wybranych 10 państw spready mieściły się między 20 a 70pb. W przypadku polskiego rynku było to nieco poniżej 100pb, co oznacza, że inwestorzy dostrzegają dodatkowe ryzyko specyficzne dla Polski.

**Wykres 2. Na polskim rynku długu różnica ASW między sektorami 5 i 10 lat w latach 2017-2021 stabilizowała się w pobliżu 20-25pb. Obecnie spread wrócił do tego poziomu.**



Źródło: PKO Bank Polski

**Wykres 3. ASW w sektorze 10-letnich obligacji skarbowych jest jednym z najwyższych wśród państw o ratingu inwestycyjnym od BBB+ do A+.**



Źródło: PKO Bank Polski

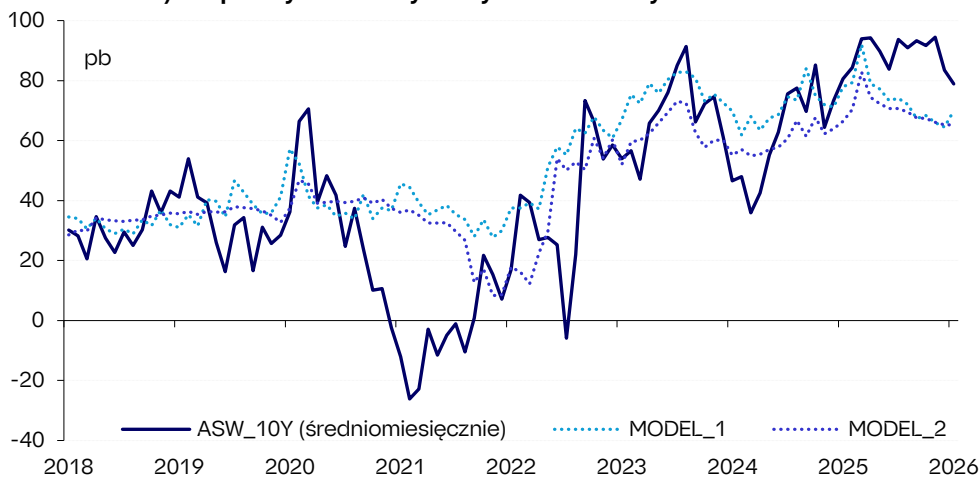
## Wysokie potrzeby pożyczkowe sprzyjają szerszym ASW na polskim rynku długu

Na zmiany ASW na polskim rynku długu wpływało w ostatnich latach wiele czynników. W ramach zbudowanego modelu VECM (wykres 4) wykazaliśmy m.in. długoterminową kointegrację pomiędzy 10-letnimi spreadami a wielkością podaży realizowanej na aukcjach regularnych, premią za ryzyko kredytowe (mierzone za pomocą notowań kontraktów CDS 5Y), oczekiwanymi zmianami stóp procentowych NBP (różnica między FRA9x12 a stopą referencyjną NBP), a także zmiennością na rynku obligacji (wskaźnik MOVE). Równanie VECM dla 10-letniego spreadu ASW charakteryzuje się współczynnikiem determinacji  $R^2 = 0,37$ , co oznacza, że model wyjaśnia około 37% zmienności tej zmiennej.

Z punktu widzenia kształtowania się ASW na krajowym rynku długu identyfikujemy również inne istotne parametry, które nie zostały wykorzystane w modelu. Zauważamy jednak, że w krótkim terminie mogą one mieć duże znaczenie dla notowań i wymagają specyficznej analizy (np. pandemia COVID-19, skup papierów dłużnych przez NBP, wojna na Ukrainie). W tym kontekście można wskazać m.in. wskaźniki wykorzystywane do analizy rynku pierwotnego. Przykładowo badania pokazują istotną zależność pomiędzy popytem na polskie papiery skarbowe, jego strukturą a wysokością spreadów. Duże znaczenie ma także struktura podaży i udział aukcji zamiany. Było to widoczne

np. na początku 2026, gdy Ministerstwo Finansów plasowało rekordowo wysokie emisje. To właśnie solidnym popytem ze strony inwestorów tłumaczyć można było spadek ASW w sektorze 10Y poniżej 80pb w lutym. Dodatkowo uwagę zwraca pozytywny wpływ inwestorów zagranicznych na dłuższy koniec krzywej dochodowości. Jak pisaliśmy w raporcie specjalnym „[Kapitał zagraniczny płynie na rynek długu, ale ma znaczenie drugorzędne](#)” 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 udział ten był niższy, choć również znaczący, i wyniósł 21%.

**Wykres 4. Zmiany ASW 10Y tłumaczymy przede wszystkim zmianami zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji skarbowych, oczekiwaniami dotyczącymi zmian stóp procentowych NBP oraz premią za ryzyko (indeks MOVE – model 1 oraz kontrakty CDS – model 2). Współczynnik R<sup>2</sup> uzyskany w badaniu wyniósł 30-37%.**



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

## W sektorze 10-letnim ASW może jeszcze testować 100pb

Nasze analizy wskazują, że jednym z głównych czynników wpływających na kształtowanie się 5- i 10-letnich ASW na polskim rynku długu skarbowego są zmiany potrzeb pożyczkowych Polski. Perspektywa utrzymania wysokiego deficytu budżetu państwa również w 2027 (prognoza KE: 6,3% PKB) sugeruje konieczność pozyskania znaczącego finansowania poprzez emisje obligacji w kolejnych kwartałach. To z kolei będzie w długim terminie działać w kierunku szerszych spreadów.

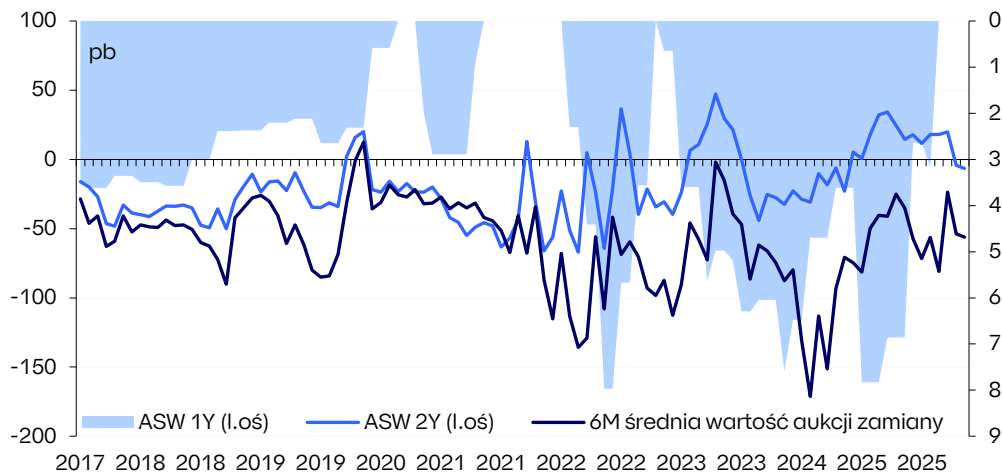
Nie można wykluczyć, że w perspektywie najbliższych miesięcy, w scenariuszu deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, dojdzie do krótkoterminowego umocnienia rynku długu i zawężenia się ASW. Potencjalne porozumienie pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Iranem powinno obniżyć globalną premię za ryzyko, zwiększyć apetyt na ryzykowne aktywa, a także sprzyjać dalszemu napływowi kapitału inwestorów zagranicznych do Polski. Zapewne wywołałoby to spadek ASW. Potencjał do dalszego zawężenia ASW wydaje się jednak ograniczony. Warto podkreślić, że premia za ryzyko na rynku papierów nieskarbowych spadła poniżej poziomów z 27 lutego, czyli sprzed ataku USA i Izraela na Iran. Dodatkowo notowania CDS 5Y obniżyły się, mimo podwyższonego ryzyka geopolitycznego, do poziomów z 2022. Można mieć wątpliwości, czy pozostaje jeszcze przestrzeń do kontynuacji tego ruchu, tym bardziej że utrzymuje się ryzyko rewizji ratingu Polski w dół.

Uwagę zwraca również zmiana oczekiwań dotyczących kształtowania się polityki pieniężnej w Polsce. W lutym wyceny rynkowe wskazywały na możliwy spadek stopy referencyjnej NBP nawet do 3,25% do końca 2026. Z kolei w czerwcu kontrakty FRA wyceniały jej wzrost o co najmniej 25pb w tym roku. Gdyby powróciły spekulacje

dotyczące obniżek stóp w 2027, wówczas można byłoby spodziewać się lekkiej presji na szersze ASW, ograniczającej skalę umocnienia.

Od początku 2025 ASW w sektorze 5-letnim kształtował się pomiędzy 45-85pb, natomiast 10-letnim w przedziale 65-105pb. Według danych na 1 czerwca 2026 spready wynosiły odpowiednio 74pb i 97pb. Oznacza to, że na początku czerwca kształtowały się blisko górnych poziomów wskazanych przedziałów. Warto zwrócić uwagę, że od momentu wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie notowania urosły o blisko 20pb. Przy takiej skali odreagowania ASW 5Y mógłby zbliżyć się do tegorocznych lutowych minimów w okolicie 50pb, a ASW 10Y w pobliżu 75pb. Biorąc pod uwagę uwarunkowania fundamentalne, trudno byłoby uzasadnić silniejszą skalę zawężenia spreadów. W dłuższym terminie bardziej prawdopodobne wydaje się natomiast testowanie okolic 100pb i ryzyko wzrostu powyżej tej psychologicznej bariery. W scenariuszu bazowym zakładamy, że ASW 5Y utrzyma się do końca 2026 na poziomie 70pb, a 10Y na 95pb.

**Wykres 5. Asset swap spready w sektorze rocznym są uzależnione w istotnym stopniu od skali emisji obligacji w formule aukcji zamiany (na bazie średnich danych miesięcznych).**



Źródło: szacunki PKO Bank Polski

## Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.  
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa  
email: [pkoresearch@pkobp.pl](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Strategii Rynkowych

[pkoresearch@pkobp.pl](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:mariusz.adamiak@pkobp.pl">mariusz.adamiak@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:slawomir.bembenik@pkobp.pl">slawomir.bembenik@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:miroslaw.budzicki@pkobp.pl">miroslaw.budzicki@pkobp.pl</a>	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl">andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl</a>	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:tomasz.marek@pkobp.pl">tomasz.marek@pkobp.pl</a>	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	<a href="mailto:tomasz.niewinski@pkobp.pl">tomasz.niewinski@pkobp.pl</a>	696 406 889

**Materiał został ukończony 3 czerwca 2026 roku o godz. 9:08.**

### 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 dążył wszelkimi staraniami, 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 rodzaje ryzyka 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.