

Kwartalnik rynku stopy procentowej

3q26

Analizy Rynkowe

1 lipca 2026



Centrum
Analiz



- **W 3q26 oczekujemy spadku rentowności 2-letnich polskich obligacji do 3,95%, 5-letnich do 4,55%, a 10-letnich do 5,10%. Zakładamy systematyczną tendencję do wyplaszczania się krzywej dochodowości i utrzymanie asset swap spreadów w sektorze 10 lat blisko 100 pb.**
- Nasz scenariusz opieramy głównie na założeniu spadku inflacji i oczekiwań inflacyjnych na świecie, co przełoży się na złagodzenie retoryki banków centralnych, w tym NBP. Poza spadkami cen surowców energetycznych wspomniane zmiany wspiera obserwowane lekkie spowolnienie tempa wzrostu gospodarki globalnej. Zasięg spadku rentowności polskich obligacji ograniczać z kolei będą: wysoka podaż na rynku pierwotnym, ryzyko obniżenia ratingu Polski, a także utrzymująca się podwyższona inflacja w najbliższych miesiącach.
- Na polski rynek długu w kolejnych miesiącach powinna powrócić dyskusja na temat obniżek stóp procentowych NBP. W scenariuszu bazowym zakładamy, że RPP obniży je o łącznie 50pb w 2h27. Rynek powinien konwergować w kierunku naszych prognoz, wspierany m.in. wolniejszym wzrostem płac w sektorze przedsiębiorstw oraz niższymi od oczekiwań odczytami inflacji. Według wstępnych danych w czerwcu inflacja spadła do 2,5% r/r, czyli do celu inflacyjnego NBP, wobec prognozowanych 2,7%. Mimo że w kolejnych miesiącach oczekiwany jest lekki wzrost inflacji hamować go będą spadające ceny ropy i gazu na rynkach światowych. Przy inflacji utrzymującej się blisko celu NBP, uwaga RPP – naszym zdaniem – przesunie się w kierunku ryzyka spowolnienia wzrostu gospodarczego. Od czasu konfliktu na Bliskim Wschodzie uśrednione prognozy wzrostu PKB w Polsce zrewidowano w dół o około 0,2 pp. i teraz nie przekraczają one 3% w latach 2027-2028. Przy niższej presji inflacyjnej, relatywnie wysokich historycznie stopach procentowych NBP i wzroście PKB poniżej potencjału polskiej gospodarki, otwiera się przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej. Potwierdzeniem tej tezy mogą być wypowiedzi członków RPP, którzy obserwując deeskalację konfliktu w Zatoce Perskiej, zaczynają publicznie wspominać o możliwości obniżek stóp w dalszej perspektywie. Pod koniec czerwca rynek instrumentów pochodnych powrócił do wyceny takiego scenariusza w 2027.
- Wysoka podaż na rynku pierwotnym może lekko ciężać wycenę polskich obligacji hamując spadki rentowności i podtrzymując ASW na wysokich poziomach. W 3q26 zakładamy, że Ministerstwo Finansów wyemituje papiery za przynajmniej 90 mld PLN wobec 100,0 mld PLN w 2q26 i 99,6 mld PLN w 1q26. Większość emisji będzie realizowana w formule aukcji regularnych (80%). Jednocześnie w 3q26 zapadać będą obligacje i wypłacane będą odsetki na kwotę 57 mld PLN (z tego NBP posiada 8,7 mld PLN). Oznacza to, że w ujęciu netto konieczny będzie napływ kapitału w wysokości przynajmniej 25 mld PLN. MF może liczyć tu na popyt ze strony sektora bankowego, a także inwestorów zagranicznych. W okresie od stycznia do maja 2026 nierezydenci kupili obligacje za 31 mld PLN. Dodatkowym obciążeniem będą emisje realizowane na rzecz FPC przez BGK (Bank zapowiedział sześć aukcji w 3q26). Poza samą podażą papierów dłużnych negatywny wpływ na krajowy rynek długu będzie miała perspektywa utrzymania wysokiego deficytu fiskalnego sektora publicznego w kolejnym roku. Według szacunków Komisji Europejskiej deficyt sektora general government w 2027 nieznacznie obniży się do 6,3% PKB, a dług sektora wzrośnie do 68,3% PKB. To oznacza nie tylko wysoką podaż papierów skarbowych ale również ryzyko obniżenia ratingu Polski przez agencje ratingowe.
- Pozytywny wpływ na wyceny polskich obligacji powinny mieć z kolei tendencje na rynkach bazowych, szczególnie w przypadku US Treasuries. Utrzymujący się w 2q26 konflikt na Bliskim Wschodzie podtrzymywał presję na wzrost cen surowców energetycznych, prowokując w Fed dyskusję na temat podwyżek stóp procentowych w 2026. Zaostrzenie retoryki przez FOMC spowodowało, że na koniec czerwca rynek zaczął wyceniać ponad jedną podwyżkę o 25pb, co naszym zdaniem nie nastąpi. Dalszy postęp w rozmowach pokojowych pomiędzy USA a Iranem mógłby przynieść spadek cen ropy w 3q26 do poziomów z początku roku. Warto zwrócić uwagę, że już po ostatnich obniżkach cen surowców energetycznych notowania rocznych swapów inflacyjnych w USA spadły do 2,1%, a w strefie euro do 1,8%, czyli w pobliże celów banków centralnych. Przy korygowanych w dół prognozach PKB Fed powinien powrócić przynajmniej do scenariusza stabilizacji stóp bez zmian, co wesprze spadek rentowności 10-letnich UST w okolice 4,20% na koniec 3q26. Niższa zmienność notowań obligacji może natomiast utrzymywać się w Europie. Zakładając, że EBC nie zmieni już stóp procentowych w najbliższych latach, prognozujemy do końca 2026 trend boczny rentowności 10-letnich Bundów w pobliżu 2,9%.

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X@PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirosław Budzicki

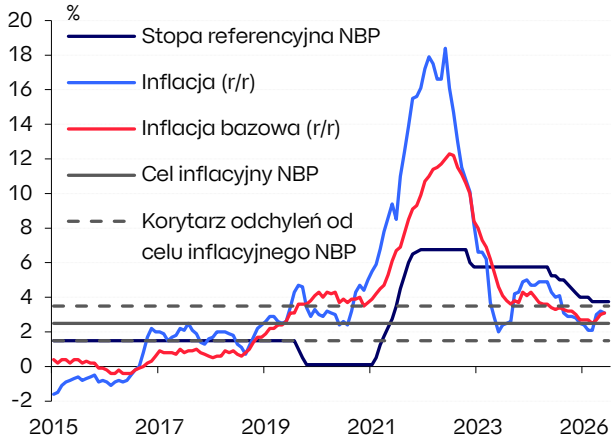
Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

t.: 22 521 87 94

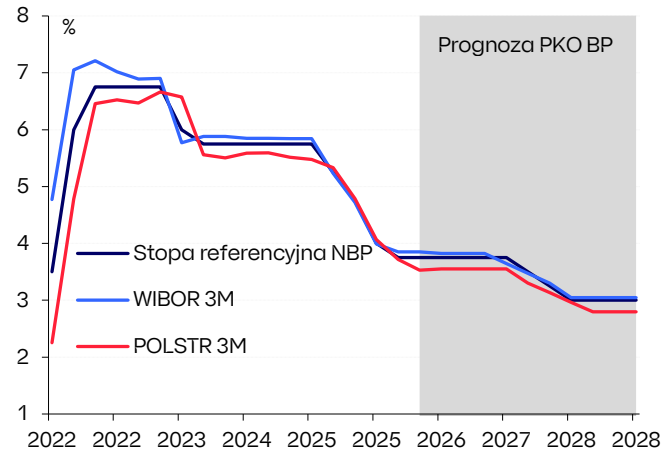
t: 724 125 136

Wykres 1. Podwyższona inflacja w Polsce odsunie na 2027 obniżki stóp procentowych NBP.



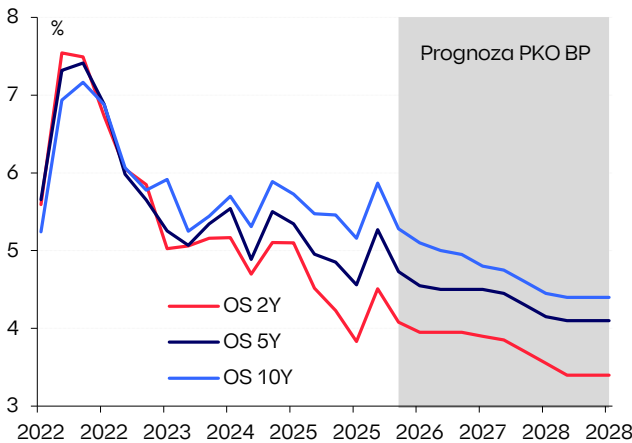
Źródło: PKO Bank Polski, NBP

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



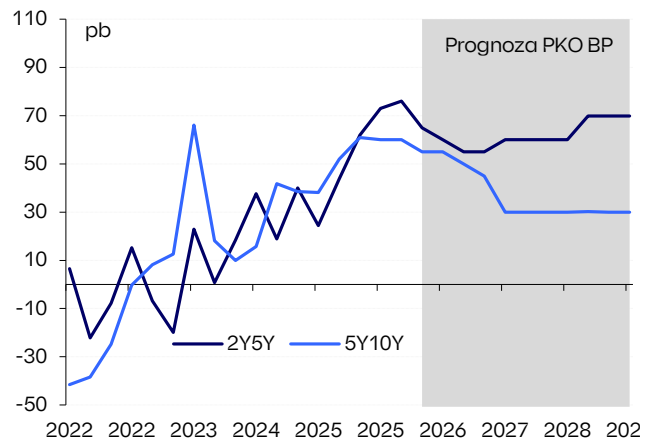
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 3. Rentowności polskich 10-letnich obligacji mogą spaść poniżej 5% w 2h26.



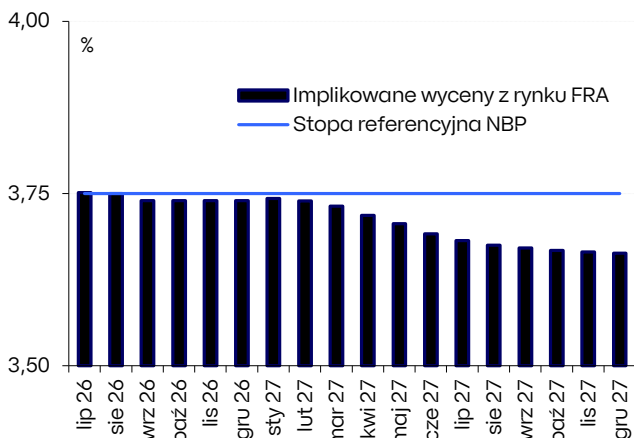
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 4. Oczekujemy wypłaszczenia się krzywej dochodowości obligacji w kolejnych kwartałach.



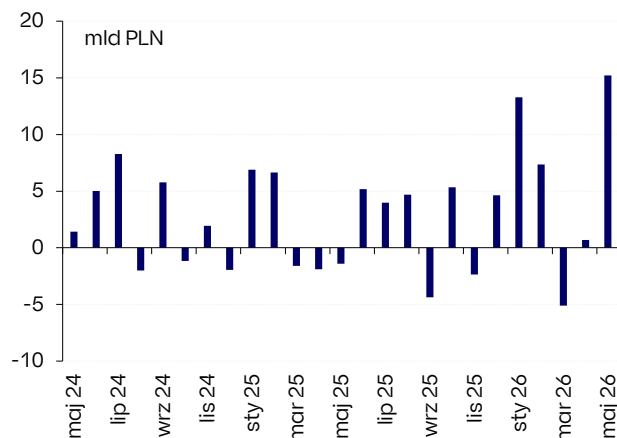
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 5. Rynek kontraktów FRA wycenia rosnące prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych NBP w 2027.



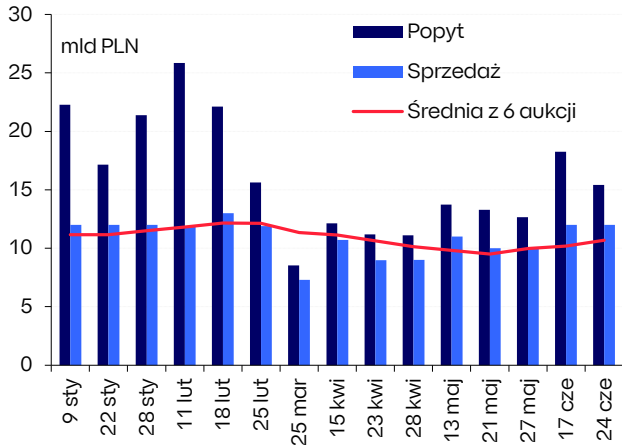
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6. W maju inwestorzy zagraniczni kupili polskie obligacje o rekordowej wartości ponad 15 mld PLN, a od początku 2026 już za 31 mld PLN.



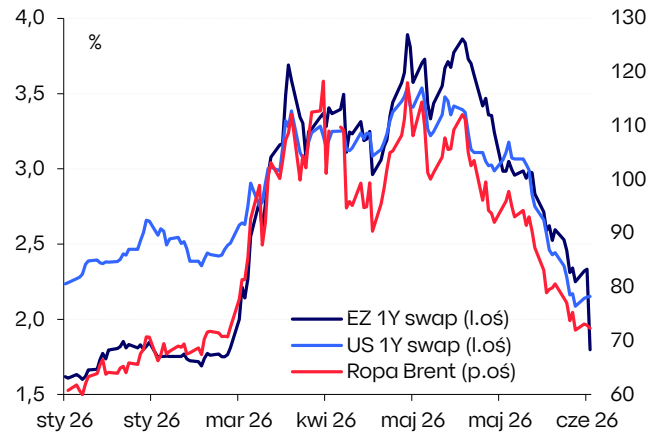
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 7. Ostatnie aukcje regularne potwierdziły wysoki popyt na polskie obligacje skarbowe.



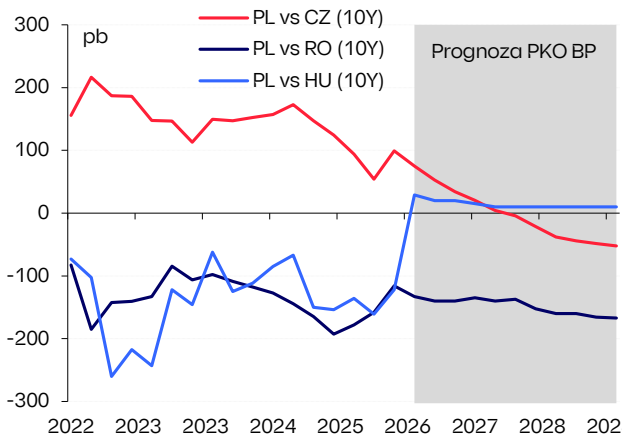
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 8. Po spadku cen ropy notowania swapów inflacyjnych obniżyły się do poziomów z początku roku.



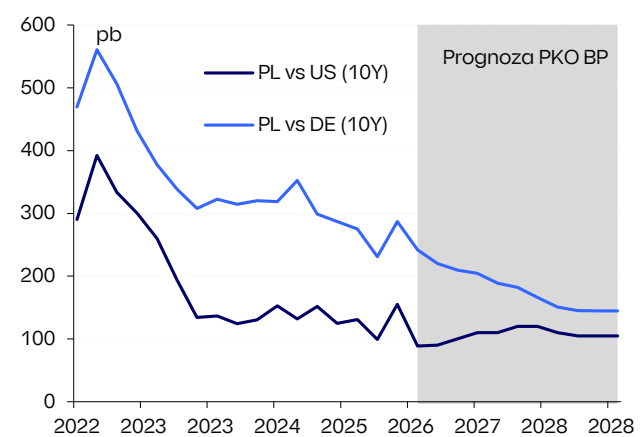
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 9. Potencjał do relatywnej poprawy wyceny obligacji węgierskich wyczerpuje się.



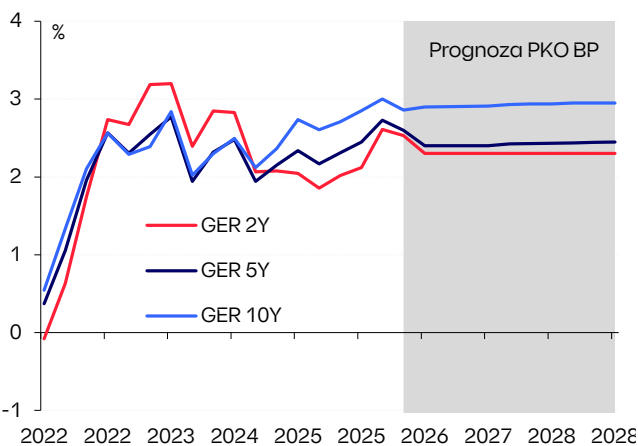
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 10. 10-letni spread PL vs DE na rynku obligacji skarbowych powinien się systematycznie zawężać.



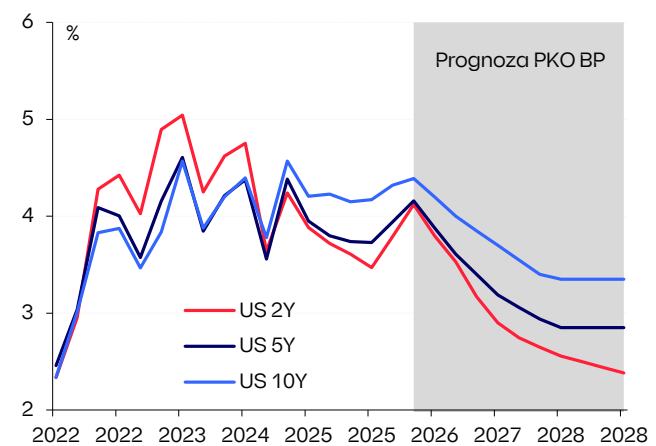
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 11. Rentowności 10-letnich Bundów pozostaną w trendzie bocznym.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 12. Rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji powinny w tym roku spaść poniżej 4%.



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	2q26	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	3,25
WIBOR1M	5,82	5,85	5,35	4,81	4,04	3,81	3,78	3,81	3,81	3,81	3,81	3,56	3,31
WIBOR3M	5,84	5,84	5,23	4,72	3,99	3,85	3,85	3,82	3,82	3,82	3,65	3,48	3,30
WIBOR6M	5,80	5,76	5,04	4,58	3,87	3,89	3,90	3,84	3,84	3,76	3,58	3,41	3,20
POLSTR 1M	5,46	5,41	5,02	4,52	3,71	3,67	3,56	3,55	3,55	3,55	3,55	3,30	3,05
POLSTR 3M	5,52	5,48	5,33	4,79	4,07	3,72	3,53	3,55	3,55	3,55	3,55	3,30	3,13
POLSTR 6M	5,60	5,53	5,44	5,10	4,46	3,91	3,64	3,55	3,55	3,55	3,55	3,43	3,22
SOFR 3M USD	4,31	4,29	4,29	3,98	3,65	3,69	3,73	3,67	3,67	3,66	3,41	3,15	3,15
EURIBOR 3M	2,71	2,34	1,94	2,03	2,03	2,08	2,32	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	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05

P-prognoza

Stan na 30 VI 2026

Zródło: PKO Bank Polski

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

	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26P	4q26P	1q27P	2q27P	3q27P	4q27P
GER 2Y	2,08	2,05	1,86	2,02	2,12	2,61	2,53	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30
GER 5Y	2,15	2,34	2,17	2,31	2,45	2,73	2,60	2,40	2,40	2,40	2,40	2,42	2,43
GER 10Y	2,36	2,74	2,61	2,71	2,85	3,00	2,86	2,90	2,90	2,91	2,91	2,93	2,94
US 2Y	4,24	3,88	3,72	3,61	3,47	3,79	4,12	3,80	3,53	3,17	2,90	2,75	2,65
US 5Y	4,38	3,95	3,80	3,74	3,73	3,94	4,16	3,88	3,61	3,40	3,19	3,06	2,94
US 10Y	4,57	4,21	4,23	4,15	4,17	4,32	4,39	4,20	4,00	3,85	3,70	3,55	3,40
CH 2Y	-0,02	0,11	-0,11	-0,14	-0,09	0,07	0,00	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	0,06	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	0,25	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	4,53	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	4,99	4,90	4,80	4,80	4,70	4,65	4,50
RO 10Y	7,33	7,37	7,40	7,24	6,74	7,03	6,61	6,50	6,40	6,30	6,20	6,12	6,12

P-prognoza

Stan na 30 VI 2026

Zródło: PKO Bank Polski

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

	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26P	4q26P	1q27P	2q27P	3q27P	4q27P
OS 1Y	5,07	4,90	4,26	3,70	3,48	3,93	3,83	3,74	3,74	3,75	3,64	3,59	3,45
OS 2Y	5,10	5,10	4,52	4,23	3,83	4,51	4,08	3,95	3,95	3,95	3,90	3,85	3,70
OS 5Y	5,50	5,34	4,95	4,85	4,56	5,27	4,73	4,55	4,50	4,50	4,50	4,45	4,30
OS 10Y	5,89	5,73	5,47	5,46	5,16	5,87	5,28	5,10	5,00	4,95	4,80	4,75	4,60
IRS 1Y	5,61	5,42	4,71	4,25	3,60	4,23	3,87	3,89	3,89	3,90	3,79	3,74	3,60
IRS 2Y	5,23	4,87	4,30	4,07	3,54	4,40	3,93	3,80	3,80	3,80	3,75	3,70	3,55
IRS 5Y	5,00	4,64	4,22	4,14	3,74	4,58	3,98	3,80	3,75	3,75	3,75	3,70	3,55
IRS 10Y	5,16	4,85	4,55	4,51	4,17	4,86	4,28	4,10	4,00	3,95	3,80	3,75	3,60
ASW 10Y (pb)	73	88	93	95	99	101	100	100	100	100	100	100	100

P-prognoza

Stan na 30 VI 2026

Zródło: 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

Biurowisko Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@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 lipca 2026 o godz. 12:29.

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.