

Kwartalnik rynku stopy procentowej

4q26

Analizy Rynkowe

2 października 2026



Bank Polski

Centrum
Analiz



- W 4q26 oczekujemy spadku rentowności polskich obligacji w segmencie 2-letnim do 4,70%, 5-letnim do 5,70% oraz 10-letnim do 6,10%. Zakładamy tym samym lekkie wypłaszczenie krzywej dochodowości, a za najatrakcyjniejsze uznajemy papiery średnio- i długoterminowe. Jednocześnie oczekujemy utrzymania wysokich spreadów asset swap, w sektorze 5-letnim w pobliżu 75pb, a w 10-letnim w okolicach 100pb.
- Za scenariuszem spadku rentowności przemawia przewidywana przez nas bardziej umiarkowana względem rynkowych oczekiwań polityka pieniężna NBP, wyhamowanie trendu wzrostowego inflacji oraz prognozowane w kolejnych kwartałach lekkie spowolnienie dynamiki wzrostu PKB w Polsce. Skalę spadku rentowności ograniczać będą natomiast oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez EBC i Fed w najbliższych miesiącach oraz wysoka podaż papierów na krajowym rynku pierwotnym. Głównym czynnikiem ryzyka pozostaje rozwój sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie, chociaż w scenariuszu bazowym zakładamy umiarkowaną deeskalację konfliktu.
- Według wstępnych danych GUS wrześniowa inflacja wzrosła do 4,0% r/r z 3,4% r/r w sierpniu, przekraczając górną granicę dopuszczalnych odchyłań od celu NBP oraz stopę referencyjną banku centralnego, wynoszącą 3,75%. W naszych projekcjach zakładamy, że do końca roku inflacja CPI utrzyma się powyżej psychologicznej granicy 4%, a przedłużający się okres wysokich cen surowców energetycznych będzie zwiększał ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy, powodujących presję na wzrost inflacji bazowej. W efekcie, inwestorzy mogą obawiać się zaostrzenia retoryki RPP oraz scenariusza podwyżek stóp procentowych w kolejnych kwartałach, o czym we wrześniu wspomniał Prezes NBP i trzech innych członków Rady. Naszym zdaniem rynek będzie stopniowo redukował skalę wyceny podwyżek stóp, obecnie przekraczającą 125pb do lipca 2027, w kierunku scenariusza bardziej ograniczonego zacieśnienia polityki pieniężnej, o mniej niż 100pb. Za mniejszą skalą podwyżek, poza oczekiwanym przez nas uspokojeniem procesów inflacyjnych, przemawia również oczekiwane spowolnienie wzrostu PKB poniżej 3% w kolejnych kwartałach.
- Rosnąca skala nierównowagi finansów publicznych została już w dużej mierze wyceniona, a stabilny popyt ze strony krajowych instytucji finansowych zapewnia skuteczne finansowanie potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa. Perspektywy rynku pierwotnego pozostają lekko negatywne, ale założenia ustawy budżetowej na 2027 zostały już szeroko przeanalizowane przez inwestorów. Wśród agencji ratingowych jedynie S&P dokona jeszcze w tym roku rewizji oceny kredytowej Polski, przy czym poziom ratingu nie powinien ulec zmianie. Decyzje kolejnych agencji zaplanowane są na początek przyszłego roku. Na koniec września Ministerstwo Finansów podało, że w 4q26 wyemituje obligacje na kwotę 60-90 mld PLN. Naszym zdaniem ostateczna sprzedaż wyniesie ok. 75 mld PLN. Napływy z tytułu zapadających obligacji i płatności odsetkowych na poziomie 57 mld PLN istotnie obniżą zapotrzebowanie netto. Oznacza to, że z tej strony nie będzie dodatkowych negatywnych impulsów dla rynku długu. Wysoka podaż na rynku pierwotnym w październiku i listopadzie, przekraczająca miesięcznie 30 mld PLN, pozostaje argumentem za utrzymaniem wysokich spreadów ASW, ale nie powinna zmienić głównych trendów rynkowych. Przy atrakcyjnych wycenach obligacji średnio- i długoterminowych oczekujemy kontynuacji wzrostu zaangażowania inwestorów zagranicznych, liczących na spadek rentowności. Taki scenariusz mogły już sugerować wyniki wrześniowych aukcji. Okresowe ograniczenie przez resort finansów podaży w grudniu powinno natomiast sprzyjać wyraźniejszemu spadkowi rentowności polskich obligacji na koniec roku.
- Na rynkach bazowych w 4q26 w centrum uwagi będą kolejne posiedzenia decyzyjne EBC i Fed. W otoczeniu globalnej presji inflacyjnej, wysokich cen surowców energetycznych oraz rosnących oczekiwań inflacyjnych rynek nadal będzie wyceniał wzrost stóp procentowych w strefie euro i USA o 75-100pb do końca 2027. W sierpniu inflacja w obu gospodarkach wzrosła odpowiednio do 3,2% r/r oraz 3,4% r/r, oczekiwania inflacyjne wyceniane na rynku swapów w sektorze rocznym podniosły się do 3,5% i 2,5%, a dynamika PKB w bieżącym kwartale ma przyspieszyć odpowiednio do 1,1% i 2,1%. W świetle pierwszych podwyżek stóp procentowych EBC i Fed, a także wyraźnego zaostrzenia retoryki banków centralnych, mało prawdopodobne jest, aby inwestorzy szybko ograniczali wycenianą skalę zacieśniania polityki pieniężnej w strefie euro i w USA. Niemniej, możliwa naszym zdaniem umiarkowana deeskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie oraz spadek cen ropy naftowej Brent w kierunku 90 USD/b dawałyby przestrzeń do spadku rentowności obligacji. Dlatego oczekujemy, że dochodowości 10-letnich Bundów obniżą się w okolice 3,40%, a rentowności 10-letnich US Treasuries spadną w pobliżu 5,10%. Będzie to wspierać wyceny obligacji na globalnym rynku stopy procentowej.

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirosław Budzicki

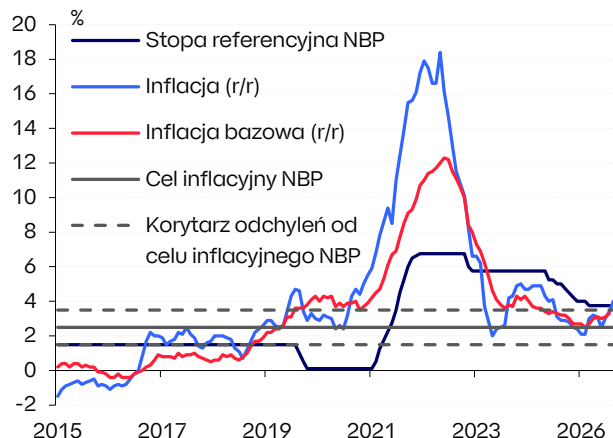
Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

t.: 22 521 87 94

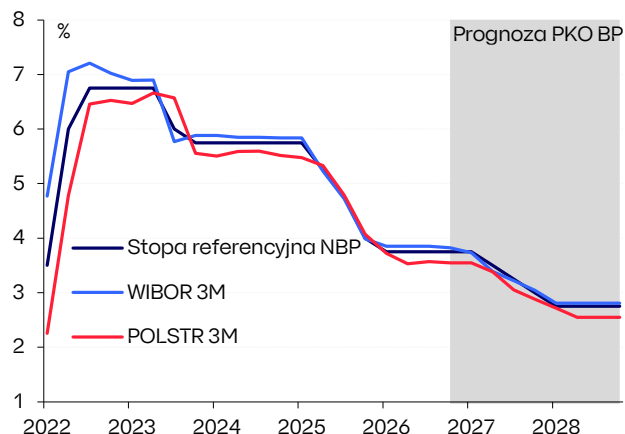
t: 724 125 136

Wykres 1. Wzrost inflacji w Polsce pobudza spekulacje odnośnie do podwyżek stóp procentowych NBP ...



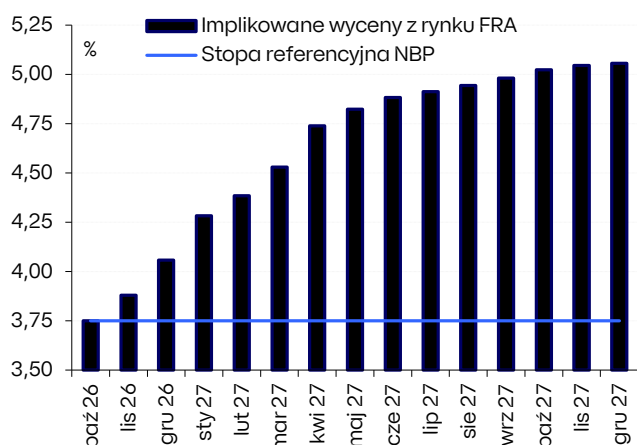
Źródło: PKO Bank Polski, NBP

Wykres 2. ...ale prognozujemy, że RPP w 2026 ostatecznie nie zaostrzy polityki pieniężnej.



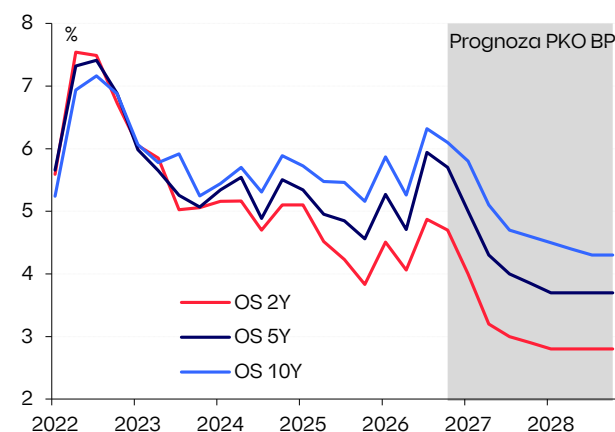
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 3. Rynek FRA wycenia wzrost stopy referencyjnej NBP o 25pb w 2026 i kolejne 100pb w 2027.



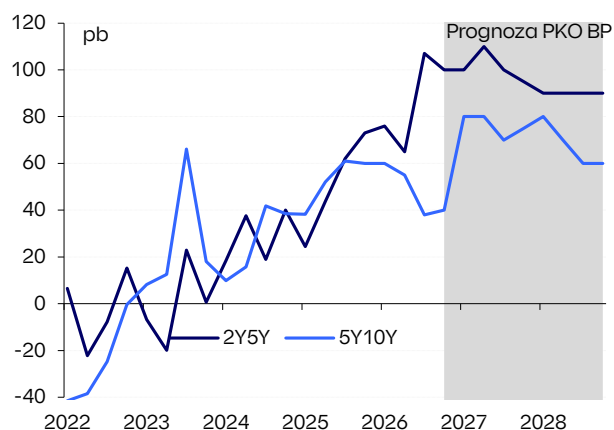
Źródło: PKO Bank Polski, wyceny według stanu na 1 X 2026

Wykres 4. Zakładamy spadek dochodowości polskich 10-letnich obligacji w okolicie 6,1% pod koniec 2026.



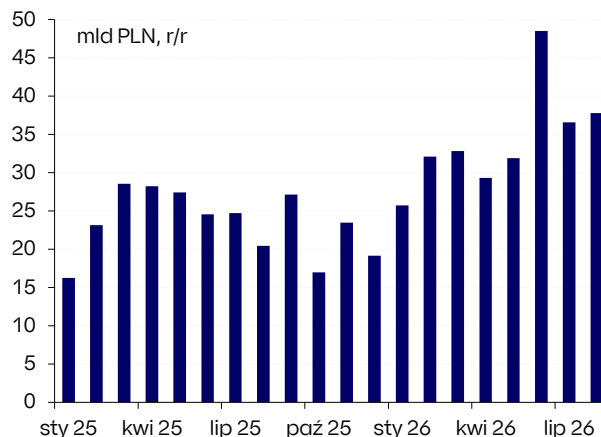
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 5. W kolejnych kwartałach dostrzegamy przestrzeń do lekkiego wypłaszczenia się krzywej dochodowości obligacji i zawężenia spreadu 2Y10Y.



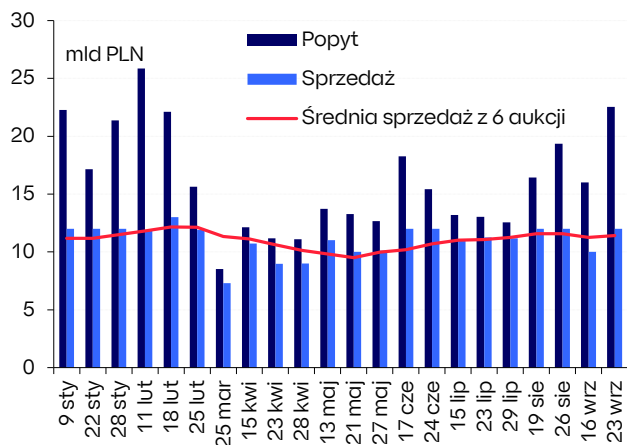
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6. W sierpniu 2026 inwestorzy zwiększyli zaangażowanie w hurtowe obligacje o 30 mld PLN w relacji do analogicznego okresu poprzedniego roku.



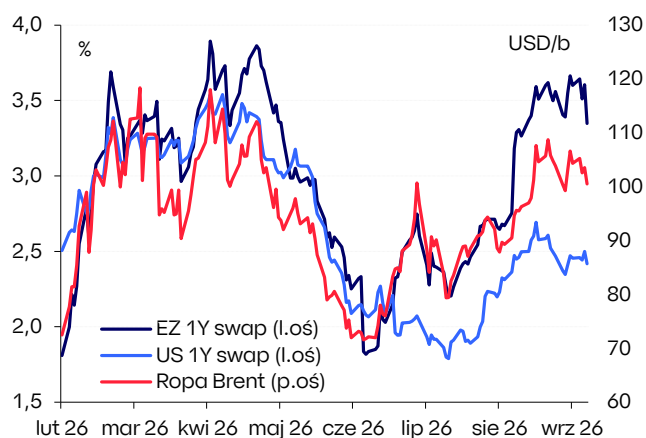
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 7. Na ostatnich aukcjach regularnych widać wyraźny wzrost popytu na polskie hurtowe obligacje skarbowe.



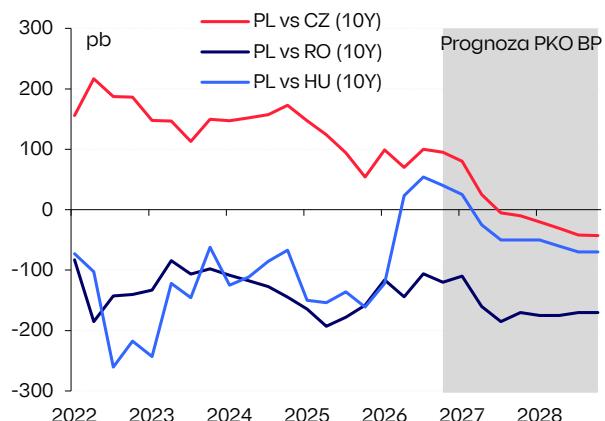
Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 8. Notowania ropy naftowej determinują zmiany notowań swapów inflacyjnych, które z kolei dobrze opisują zmiany wycen obligacji na świecie.



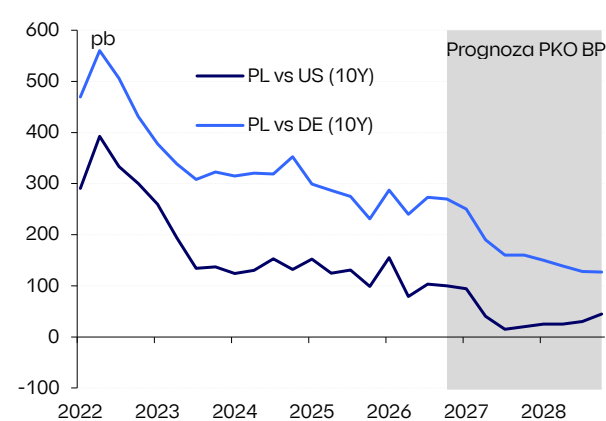
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 9. W regionie CEE polskie obligacje mogą zyskiwać relatywnie na wartości.



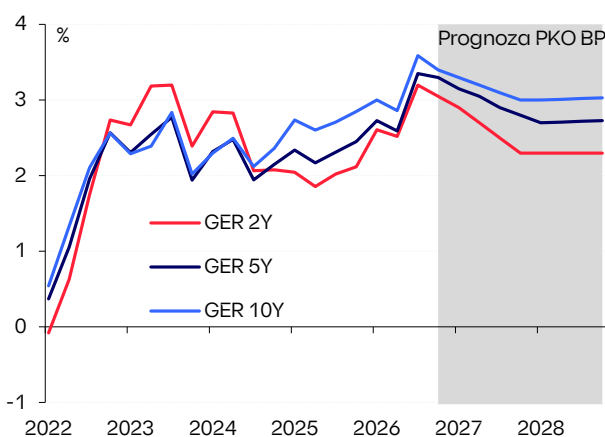
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 10. Spread PL vs DE w sektorze 10 lat na rynku obligacji skarbowych powinien się zawęzić.



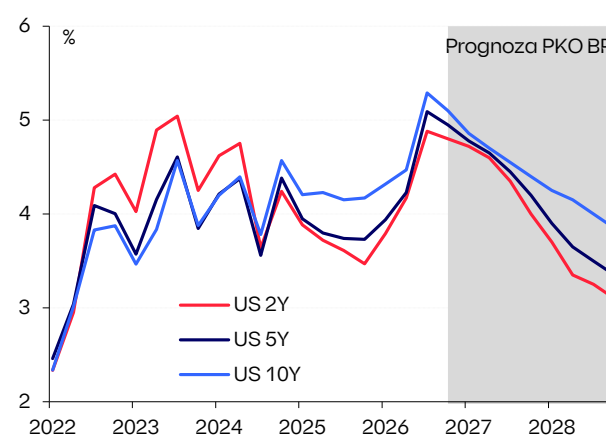
Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 11. Oczekujemy pod koniec 2026 spadku rentowności 10-letnich Bundów w okolice 3,4%.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 12. Dochodowości amerykańskich 10-letnich obligacji powinny trzymać się poniżej 5% w 2027.



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	3q26	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	3,50	3,25	3,00
WIBOR1M	5,82	5,85	5,35	4,81	4,04	3,81	3,78	3,76	3,81	3,81	3,56	3,31	3,06
WIBOR3M	5,84	5,84	5,23	4,72	3,99	3,85	3,85	3,85	3,82	3,73	3,39	3,22	3,05
WIBOR6M	5,80	5,76	5,04	4,58	3,87	3,89	3,90	3,91	3,80	3,58	3,33	3,15	2,94
POLSTR 1M	5,46	5,41	5,02	4,52	3,71	3,67	3,56	3,56	3,55	3,55	3,30	3,05	2,80
POLSTR 3M	5,52	5,48	5,33	4,79	4,07	3,72	3,53	3,57	3,55	3,55	3,38	3,05	2,88
POLSTR 6M	5,60	5,53	5,44	5,10	4,46	3,91	3,64	3,57	3,55	3,55	3,47	3,22	2,97
SOFR 3M USD	4,31	4,29	4,29	3,98	3,65	3,68	3,74	4,10	4,19	4,19	4,19	4,19	3,92
EURIBOR 3M	2,71	2,34	1,94	2,03	2,03	2,08	2,32	2,62	2,82	2,82	2,82	2,56	2,30
SARON 3M CHF	0,38	0,18	-0,06	-0,05	-0,05	-0,05	-0,04	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05

P-prognoza
Stan na 30 IX 2026
Źródło: PKO Bank Polski

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

	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26	2q26	3q26	4q26P	1q27P	2q27P	3q27P	4q27P
GER 2Y	2,08	2,05	1,86	2,02	2,12	2,61	2,52	3,20	3,05	2,90	2,70	2,50	2,30
GER 5Y	2,15	2,34	2,17	2,31	2,45	2,73	2,59	3,35	3,30	3,15	3,05	2,90	2,80
GER 10Y	2,36	2,74	2,61	2,71	2,85	3,00	2,86	3,59	3,40	3,30	3,20	3,10	3,00
US 2Y	4,24	3,88	3,72	3,61	3,47	3,79	4,17	4,88	4,80	4,72	4,60	4,35	4,00
US 5Y	4,38	3,95	3,80	3,74	3,73	3,94	4,23	5,09	4,95	4,81	4,65	4,45	4,20
US 10Y	4,57	4,21	4,23	4,15	4,17	4,32	4,47	5,29	5,10	4,91	4,70	4,55	4,40
CH 2Y	-0,02	0,11	-0,11	-0,14	-0,09	0,07	0,03	0,25	0,15	-0,06	0,01	0,07	0,13
CH 5Y	0,08	0,31	0,11	0,01	0,08	0,17	0,11	0,45	0,30	0,14	0,17	0,19	0,22
CH 10Y	0,27	0,54	0,41	0,18	0,28	0,34	0,27	0,57	0,35	0,23	0,24	0,26	0,28
CZ 10Y	4,16	4,25	4,23	4,52	4,62	4,88	4,56	5,32	5,15	5,00	4,85	4,75	4,70
HU 10Y	6,56	7,23	7,01	6,82	6,77	7,09	5,03	5,78	5,70	5,55	5,35	5,20	5,10
RO 10Y	7,33	7,37	7,40	7,24	6,74	7,03	6,70	7,38	7,30	6,90	6,70	6,55	6,30

P-prognoza
Stan na 30 IX 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	2q26	3q26	4q26P	1q27P	2q27P	3q27P	4q27P
OS 1Y	5,07	4,90	4,26	3,70	3,48	3,93	3,74	3,98	3,90	3,60	3,20	2,90	2,63
OS 2Y	5,10	5,10	4,52	4,23	3,83	4,51	4,06	4,87	4,70	4,00	3,20	3,00	2,90
OS 5Y	5,50	5,34	4,95	4,85	4,56	5,27	4,71	5,94	5,70	5,00	4,30	4,00	3,85
OS 10Y	5,89	5,73	5,47	5,46	5,16	5,87	5,26	6,32	6,10	5,80	5,10	4,70	4,60
IRS 1Y	5,61	5,42	4,71	4,25	3,60	4,23	3,87	4,52	4,18	3,75	3,35	3,05	2,78
IRS 2Y	5,23	4,87	4,30	4,07	3,54	4,40	3,87	4,80	4,50	3,80	3,00	2,80	2,79
IRS 5Y	5,00	4,64	4,22	4,14	3,74	4,58	3,98	5,06	4,95	4,25	3,55	3,25	3,10
IRS 10Y	5,16	4,85	4,55	4,51	4,17	4,86	4,26	5,36	5,10	4,80	4,10	3,70	3,60
ASW 10Y (pb)	73	88	93	95	99	101	100	96	100	100	100	100	100

P-prognoza
Stan na 30 IX 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

Biuro 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 2 października 2026 o godz. 11:26.

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.