Raport Specjalny

Analizy Rynkowe

5 listopada 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

ASW blisko punktu zwrotnego — preferujemy środek krzywej

- **Spready asset swap na polskim rynku długu osiągnęły historycznie wysokie poziomy. Od początku października 2026 rozszerzyły się o 5-15pb, zbliżając się do 100pb w sektorze 5-letnim i 120pb w 10- letnim. W naszej ocenie skala ruchu wskazuje na przereagowanie rynku.**
- **Potencjał dalszego rozszerzania ASW jest ograniczony, choć eskalacja napięć geopolitycznych może przejściowo zwiększać presję na spready.**
- **Znaczna część ryzyk fiskalnych została już naszym zdaniem uwzględniona w wycenach. Wsparciem dla rynku długu w dalszej części roku powinny być: solidny popyt krajowych instytucji finansowych, rosnąca płynność sektora bankowego oraz zainteresowanie inwestorów zagranicznych. We wrześniu nierezydenci nabyli papiery za 10 mld PLN, a od początku 2026 wartość ich portfeli wzrosła aż o 37 mld PLN.**
- **Ograniczenie podaży obligacji pod koniec roku powinno sprzyjać kompresji ASW. Listopadową sprzedaż na aukcjach regularnych szacujemy na około 24 mld PLN, wobec blisko 22 mld PLN wypłat z tytułu wykupu obligacji i odsetek. Przy reinwestycji tych środków absorpcja planowanej podaży wymagałaby jedynie około 2 mld PLN dodatkowego kapitału.**
- **Preferujemy środek krzywej dochodowości, oferujący zbliżony potencjał zawężenia ASW przy mniejszej wrażliwości na ryzyko fiskalne niż długi koniec. W najbliższych kwartałach prognozujemy spready średnio w pobliżu 75pb w sektorze 5-letnim i 100pb w 10-letnim. Sprzyjający bilans podaży i popytu może pod koniec 2026 pozwolić na silniejszą kompresję.**

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

X @PKO_Research

centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirosław Budzicki

Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

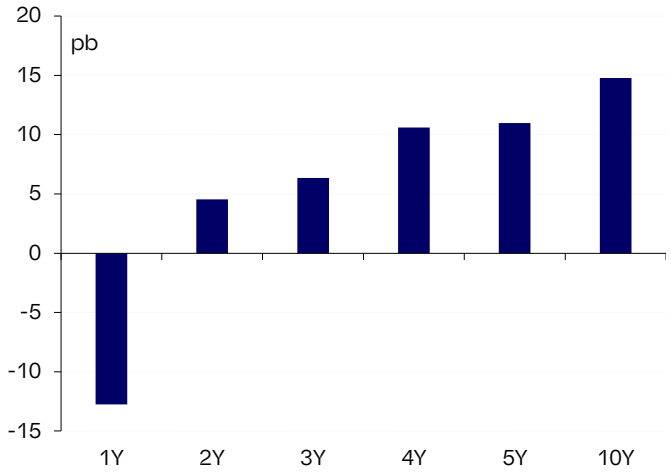
tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

ASW na polskim rynku długu na historycznie wysokich poziomach

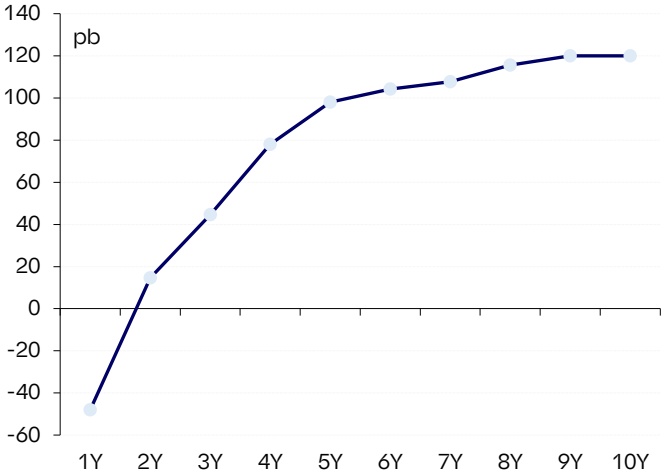
Wzrost ryzyka geopolitycznego oraz rosnące zainteresowanie bezpiecznymi przystaniami sprzyjały rozszerzeniu spreadów asset swap na polskim rynku długu. Od początku października 2026 zwiększyły się one o 5-15pb. Spready ASW, wyznaczone z uwzględnieniem interpolacji krzywej dochodowości, zbliżyły się do 100pb w sektorze 5-letnim oraz 120pb w 10-letnim. Zmiany te były spójne z tendencjami obserwowanymi na rynkach bazowych.

Wykres 1. Od początku października ASW wzrosły na polskim rynku długu o 5-15pb w sektorach powyżej 5Y...



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 2. ... w efekcie czego z uwzględnieniem interpolacji krzywej zbliżyły się one do 120pb w 10-letnim sektorze.



Źródło: PKO Bank Polski, wg stanu na 5 XI 2026

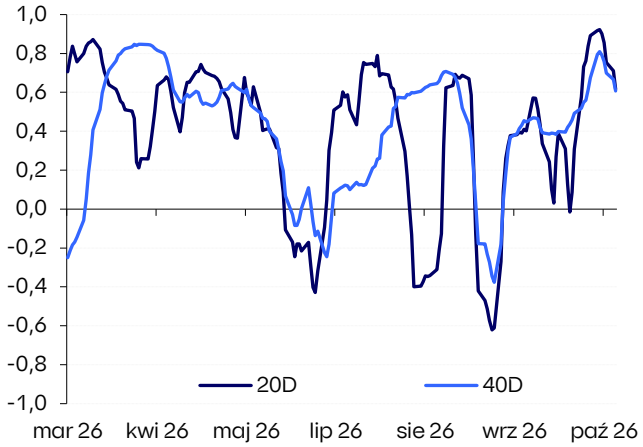
Proces rozszerzania się ASW na polskim rynku długu skarbowego bliski końca

W długim horyzoncie rozszerzaniu spreadów ASW na polskim rynku sprzyja znaczna nierównowaga finansów publicznych. Zwracaliśmy na to uwagę w raporcie specjalnym „Wysoka podaż obligacji w 3q26 ogranicza przestrzeń do kompresji ASW". Nie dostrzegamy jednak przesłanek wskazujących, że w najbliższych miesiącach czynnik ten będzie wywierał silniejszą niż dotychczas presję na krajowy rynek długu. Na 6 listopada 2026 agencja S&P Global Ratings zaplanowała przegląd oceny kredytowej Polski. Choć nie można wykluczyć zmiany perspektywy ratingu ze stabilnej na negatywną, wpływ takiej decyzji na rynek długu powinien być ograniczony. Pozostałe agencje ratingowe zaplanowały przeglądy dopiero w 2027. Istotne jest również to, że założenia ustawy budżetowej na 2027 zostały już przeanalizowane przez inwestorów i uwzględnione w wycenach. Na uwagę zasługuje m.in. oczekiwane wykonanie potrzeb pożyczkowych netto, niższe o blisko 100 mld PLN od wcześniejszych założeń budżetowych. Czynnik ten powinien wspierać krajowy rynek długu skarbowego, podobnie jak wysoki poziom środków na rachunku centralnym oraz pełne sfinansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto.

Październikowe rozszerzenie spreadów asset swap na polskim rynku do historycznie wysokich poziomów może wskazywać na przereagowanie inwestorów. Krótkoterminowo wycenom papierów ciążyły eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie, obawy o sytuację fiskalną Francji oraz przecena aktywów związanych z rozwojem sztucznej inteligencji. Wydaje się jednak, że wysoki poziom premii za ryzyko stwarza przestrzeń do odreagowania. Największą niewiadomą pozostaje dalszy rozwój wydarzeń w Zatoce Perskiej. Warto jednak zauważyć, że w doniesieniach medialnych o możliwym ataku USA na Iran po wyborach do Kongresu wskazuje się na krótkotrwały charakter potencjalnych działań. Ponadto scenariusz ten został już częściowo uwzględniony w wycenach, a w ostatnich dniach pojawiają się raczej sygnały deeskalacji. Nie wyklucza to jednak ryzyka przejściowego, dalszego rozszerzenia spreadów ASW na początku listopada.

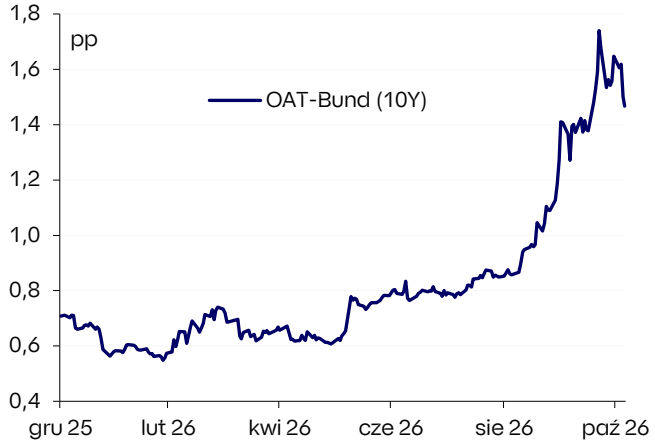
Zwracamy uwagę, że pod koniec października sytuacja we Francji ustabilizowała się, a rentowności 10-letnich francuskich obligacji utrzymują się poniżej 5,0%, przy spreadzie względem niemieckich odpowiedników wynoszącym około 150pb. Rząd francuski, łącząc działania siłowe z obietnicami wsparcia finansowego dla protestujących, może doprowadzić do uspokojenia sytuacji do końca roku. Istotna w tym kontekście jest również umiarkowana retoryka EBC, który zasygnalizował możliwość wsparcia europejskiego rynku długu w sytuacji kryzysowej.

Wykres 3. Napięcia geopolityczne na Bliskim Wschodzie sprzyjają rozszerzaniu się ASW na polskim rynku długu. Widać to po dodatniej korelacji pomiędzy ceną ropy naftowej Brent a ASW dla 5-letnich polskich obligacji.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 4. Przecena francuskich obligacji wyhamowała. Rentowności 10-letnich OAT zatrzymały się poniżej 5%, a spread w relacji do Bunda poniżej 1,75pp.



Źródło: PKO Bank Polski

Czynnikiem ryzyka pozostaje przecena akcji i obligacji spółek technologicznych związanych z rozwojem AI. W ostatnich tygodniach istotnie wzrosły notowania CDS tych podmiotów oraz spready kredytowe emitowanych przez nie obligacji. Należy jednak pamiętać, że sytuacja w tym segmencie nie przekłada się bezpośrednio na rynek papierów skarbowych. Ponadto największe amerykańskie spółki opublikowały solidne wyniki finansowe, co może pomagać w powstrzymaniu przeceny akcji i obligacji korporacyjnych. Choć dostrzegamy ryzyko negatywnego oddziaływania tych zjawisk na wyceny polskich obligacji skarbowych, w scenariuszu bazowym zakładamy ograniczony wpływ na ich spready ASW.

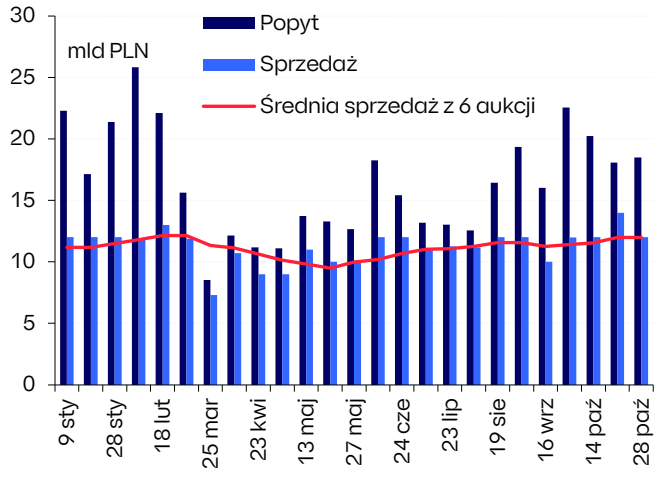
Solidny popyt i niższa podaż wesprą wyceny polskich obligacji

W najbliższych miesiącach krajowy rynek długu skarbowego powinien być wspierany przez utrzymujący się solidny popyt na polskie obligacje. Choć nie dysponujemy szczegółowymi danymi dotyczącymi struktury nabywców, można przypuszczać, że popyt ten pochodzi przede wszystkim od krajowych instytucji finansowych. Biorąc pod uwagę przepływy środków w sektorze finansowym, zakładamy utrzymanie wysokiego zainteresowania zakupem polskich papierów w kolejnych miesiącach. Dodatkowo do końca roku może jeszcze wzrosnąć płynność sektora bankowego. Od września 2026 wartość emisji bonów pieniężnych NBP zwiększyła się o blisko 22 mld PLN, co potwierdza tą tezę. Prognozujemy, że płynność systemu finansowego w kolejnych miesiącach może jeszcze wzrosnąć, choć w nieco bardziej umiarkowanym tempie.

Na uwagę zasługuje również aktywność inwestorów zagranicznych. We wrześniu nierezydenci nabyli hurtowe obligacje skarbowe za blisko 10 mld PLN, a od początku 2026 wartość ich portfeli wzrosła już o 37 mld PLN. Nie można zatem wykluczyć kontynuacji napływu kapitału zagranicznego w dalszej części roku.

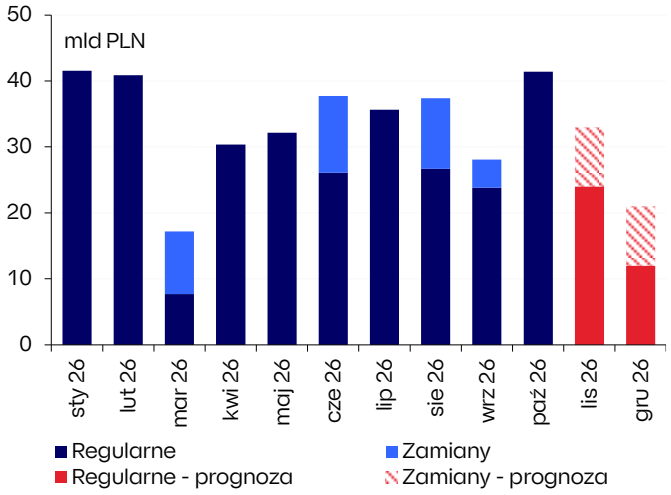
Ministerstwo Finansów ograniczy w listopadzie i grudniu skalę emisji papierów skarbowych. Zgodnie z planem w listopadzie odbędą się dwie aukcje regularne i jedna aukcja zamiany, natomiast na grudzień zaplanowano dwa przetargi, z których jeden może mieć formułę aukcji zamiany. Łączną wartość sprzedaży obligacji na aukcjach regularnych w listopadzie szacujemy na około 24 mld PLN. Jednocześnie w tym miesiącu do inwestorów trafi blisko 22 mld PLN z tytułu wykupu obligacji i płatności odsetkowych. Przy założeniu reinwestycji tych środków sfinansowanie planowanej podaży będzie zatem wymagało niewielkiego napływu dodatkowego kapitału na krajowy rynek długu.

Wykres 5. Aukcje regularne pokazują silny popyt na polskie obligacje skarbowe. Mimo pogorszenia nastrojów na świecie Ministerstwo Finansów w październiku sprzedało obligacje za 41,4 mld PLN. To drugi wynik w historii.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6. Do końca 2026 podaż obligacji skarbowych powinna spaść, co będzie sprzyjać zawężaniu się ASW.



Źródło: PKO Bank Polski

Potencjał kompresji ASW - preferujemy środek krzywej

Po ostatnim rozszerzeniu spready asset swap na polskim rynku długu osiągnęły historycznie wysokie poziomy. Uwzględniając dodatkowo konstrukcję podatku od instytucji finansowych, polskie obligacje skarbowe można uznać za atrakcyjną propozycję inwestycyjną dla banków. Zainteresowanie papierami widoczne podczas ostatnich przetargów zdaje się potwierdzać tę ocenę. W naszej opinii przestrzeń do dalszej przeceny krajowych obligacji jest zatem ograniczona. Dostrzegamy przy tym asymetryczne ryzyko po stronie potencjalnych zmian wycen: nawet jedynie przejściowa poprawa globalnych nastrojów mogłaby przynieść wyraźne umocnienie polskich papierów.

Na takim scenariuszu szczególnie mogłyby skorzystać obligacje ze środkowego segmentu krzywej dochodowości, relatywnie mniej wrażliwe niż papiery długoterminowe na obawy o stan finansów publicznych Polski. Spready ASW obligacji 10-letnich są o około 20pb szersze niż w sektorze 5-letnim, co stanowi umiarkowaną premię za podejmowanie większego ryzyka w warunkach podwyższonej niepewności fiskalnej. Biorąc pod uwagę zbliżony potencjał zawężenia spreadów w obu segmentach oraz strukturę nabywców hurtowych obligacji skarbowych w Polsce, za bezpieczniejszy wybór uznajemy środek krzywej dochodowości.

Według naszych prognoz w najbliższych kwartałach spready ASW powinny kształtować się średnio w pobliżu 75pb w sektorze 5-letnim oraz 100pb w 10-letnim. Nie wykluczamy jednak, że pod koniec 2026 sprzyjające uwarunkowania na rynku pierwotnym pozwolą na przejściowo silniejszą kompresję spreadów, niż zakłada nasz scenariusz bazowy.

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 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 5 listopada 2026 roku o godz. 13:18.

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejsza publikacja (Publikacja) powstała w Biurze Strategii Rynkowych (BSR), które jest wydzieloną 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.