Raport Specjalny

Analizy Rynkowe

24 listopada 2026

Bank Polski | Centrum Analiz

Spadek oczekiwań na podwyżki stóp NBP wesprze środek krzywej

- **Mimo listopadowego wypłaszczenia krzywe dochodowości polskich obligacji skarbowych i IRS pozostają strome na tle historycznym. Na przełomie 3q/4q26 spread 2Y10Y na rynku SPW przejściowo przekroczył 170pb, a 2Y5Y wzrósł powyżej 120pb. Wysokie spready odzwierciedlają zarówno oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej, jak i podwyższoną premię za ryzyko.**
- **Oczekujemy stopniowego ograniczania rynkowej wyceny podwyżek stóp procentowych NBP. Rynek FRA uwzględnia obecnie zacieśnienie polityki pieniężnej o ponad 50pb w 2027, jednak zakładamy spadek tych wycen w kierunku jednej podwyżki na początku roku. Rewizja oczekiwanej ścieżki stóp powinna wspierać spadek rentowności SPW i stawek IRS w kolejnych kwartałach. Czynnikiem ryzyka mogłaby stać się potencjalna dalsza deprecjacja złotego.**
- **Odbudowa eksportu ropy z Zatoki Perskiej oraz prognozowana nadwyżka podaży nad popytem w 2027 powinny ograniczać presję na ceny surowca i oczekiwania inflacyjne. W połączeniu z prognozowanym lekkim spowolnieniem polskiej gospodarki będzie to sprzyjać wygaszaniu oczekiwań na trwały cykl zacieśniania polityki pieniężnej.**
- **Do końca 2026 widzimy przestrzeń dla dalszego spadku rentowności SPW oraz wypłaszczenia krzywej w segmencie 2Y10Y. Scenariusz ten wspierają osłabienie globalnego impulsu do wzrostu długoterminowych rentowności oraz utrzymujące się ryzyko korekcyjnych podwyżek stóp NBP, które może ograniczać skalę spadków na krótkim końcu krzywej.**
- **Dodatkowym wsparciem dla wycen obligacji powinna być krótkoterminowa kompresja ASW, szczególnie w sektorze 5-letnim. Zawężaniu spreadów sprzyjać będą ograniczenie podaży SPW pod koniec roku, reinwestycje środków z wykupów i płatności kuponowych, wysoka płynność sektora bankowego oraz popyt inwestorów zagranicznych.**
- **W 2027 oczekujemy kontynuacji spadku rentowności SPW i stawek IRS przy ponownym stromieniu krzywych. Spadki na krótkim i środkowym odcinku powinny być silniejsze niż na długim końcu. W przypadku obligacji skarbowych wysokie potrzeby pożyczkowe i brak wyraźnej konsolidacji fiskalnej będą dodatkowo ograniczać potencjał spadku długoterminowych rentowności.**
- **W perspektywie kolejnych kwartałów preferujemy sektor 5-letni zarówno na rynku SPW, jak i IRS. W 2027 prognozujemy w tym segmencie silniejszy spadek rentowności i stawek swapowych niż w sektorze 10-letnim. Atrakcyjność obligacji 5-letnich zwiększa dodatkowo oczekiwana do końca 2026 poprawa ich względnej wyceny wobec kontraktów IRS.**

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

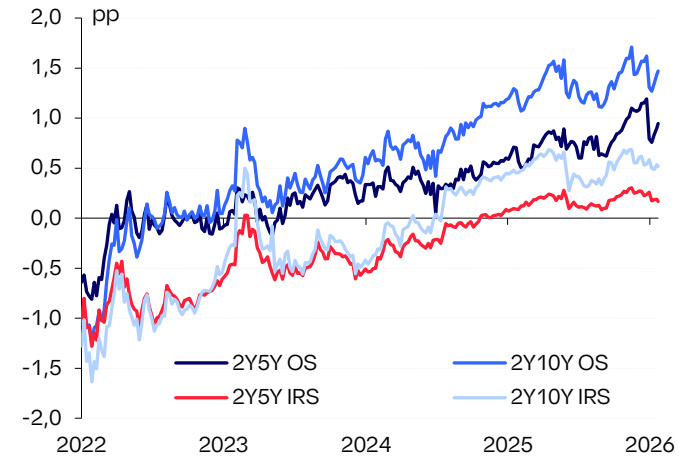
W 2026 długoterminowe instrumenty pozostawały pod presją

W ostatnich latach krzywe dochodowości polskich obligacji skarbowych i kontraktów IRS wykazywały tendencję do stromienia, a na przełomie 3q/4q26 nachylenie krzywej na rynku długu skarbowego osiągnęło lokalne maksima. W efekcie spread 2Y10Y przejściowo przekroczył 170pb, natomiast spread 2Y5Y wzrósł powyżej 120pb.

Mimo że w listopadzie rynek stopy procentowej wyraźnie odreagował, a krzywe uległy wypłaszczeniu, spready nadal pozostają na podwyższonych poziomach na tle historycznym. Za silnym wzrostem rentowności długoterminowych instrumentów

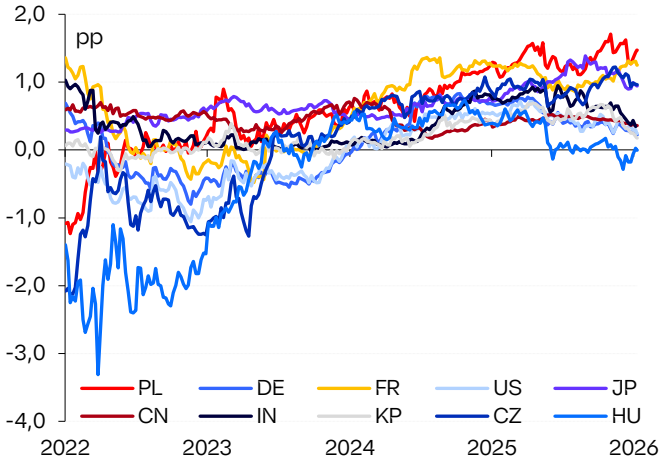
stały przede wszystkim rosnące globalnie oczekiwania inflacyjne, które nasiliły spekulacje dotyczące utrzymywania przez banki centralne restrykcyjnej polityki pieniężnej przez dłuższy okres. Tendencja ta była widoczna również w Polsce.

Wykres 1. Konflikt na Bliskim Wschodzie i pogorszenie sytuacji fiskalnej Polski spowodowały wzrost rentowności długoterminowych instrumentów w Polsce w 2026 ...



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 2. ... w efekcie czego spread 2Y10Y stał się jednym z najwyższych na świecie.



Źródło: PKO Bank Polski

Wzrost oczekiwanych stóp procentowych uwypuklił jednocześnie problem wysokiego zadłużenia publicznego w wielu państwach oraz konieczność uwzględnienia wyższych kosztów jego obsługi. Obawy dotyczące kondycji finansów publicznych nasiliły się również w Polsce, co znalazło odzwierciedlenie w decyzjach agencji ratingowych dotyczących oceny wiarygodności kredytowej kraju.

Rynek powinien ograniczać wycenę podwyżek stóp procentowych NBP

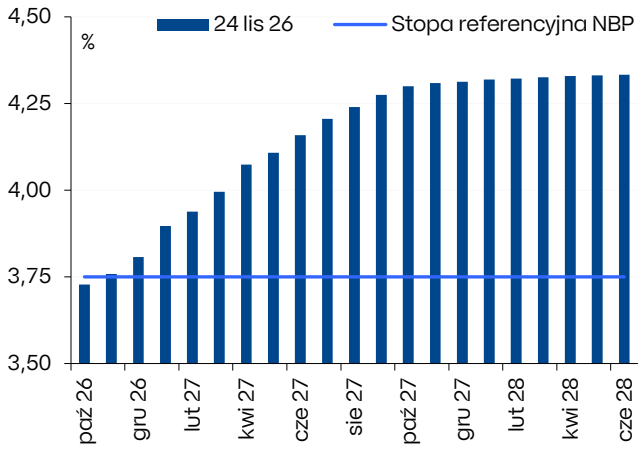
Ryzyko niedostatecznej podaży surowców energetycznych po wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie doprowadziło do silnego wzrostu cen ropy naftowej i gazu na rynkach towarowych. Przełożyło się to na wzrost oczekiwań inflacyjnych, widoczny również w Polsce, a jednocześnie na podwyższenie oczekiwań dotyczących długoterminowych stóp procentowych. Przykładowo, w listopadzie stawka forward 5Y5Y na rynku polskich kontraktów IRS znajdowała się w pobliżu 5,20%, podczas gdy pod koniec lutego 2026 wynosiła około 4,65%.

W naszej ocenie, choć sytuacja na Bliskim Wschodzie pozostaje niestabilna, z punktu widzenia rynków kluczowe jest to, że wyraźnie wzrosła podaż ropy i eksport z regionu, ograniczając wcześniejsze niedobory. Jednocześnie osłabienie popytu powinno sprzyjać odbudowie zapasów surowca w 2027. Spadek znaczenia sytuacji w Zatoce Perskiej dla perspektyw globalnej gospodarki powinien sprzyjać obniżeniu długoterminowych oczekiwań inflacyjnych oraz stopniowemu wycofywaniu się inwestorów z zakładów na silne podwyżki stóp procentowych w Polsce, szczególnie w odniesieniu do dłuższych terminów. Taki scenariusz wspiera również skłonność rządu do stosowania działań osłonowych ograniczających wpływ wysokich cen surowców na gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa, a także prognozowane przez nas lekkie spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego. Jednocześnie jednak mogą one zwiększać deficyt i potrzeby pożyczkowe, a także utrzymywać premię fiskalną na długim końcu.

Rynek FRA wycenia podwyżki stóp procentowych NBP w łącznej skali ponad 50pb w 2027. W naszej ocenie oczekiwana skala zacieśnienia polityki pieniężnej powinna być stopniowo korygowana w dół w kierunku jednej podwyżki stóp na początku roku. Taki scenariusz zdawał się sugerować również prezes NBP A. Glapiński podczas ostatniej konferencji po posiedzeniu RPP. Wskazywał on na możliwość podwyżki stóp

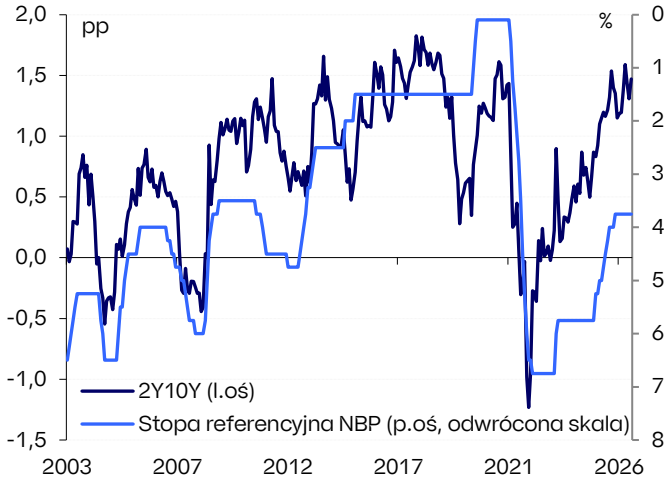
w 1q27, jednocześnie podkreślając, że decyzja taka nie jest przesądzona i nie musi oznaczać rozpoczęcia pełnego cyklu zacieśniania polityki pieniężnej.

Wykres 3. Rynek FRA wycenia podwyżki stóp procentowych o ponad 50pb do końca 2027.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 4. Umiarkowanie w polityce pieniężnej powinno sprzyjać w 2027 ponownemu wystromieniu się krzywych dochodowości w Polsce.



Źródło: PKO Bank Polski

Taki układ czynników przemawia przede wszystkim za spadkiem rentowności w środkowym segmencie krzywej dochodowości. Jednocześnie wciąż podwyższona inflacja, ryzyko korekcyjnej podwyżki stóp NBP, utrzymująca się niepewność geopolityczna oraz brak pełnej jasności co do przyszłych działań rządu w zakresie cen paliw i energii elektrycznej mogą ograniczać skalę spadku rentowności na krótkim końcu krzywej, do około 2 lat, szczególnie w najbliższych miesiącach.

Istotnym czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza pozostaje też ostatnie osłabienie złotego, które poprzez wzrost cen importu może zwiększać presję inflacyjną i ograniczać przestrzeń do redukcji oczekiwań na podwyżki stóp NBP. Ryzyko to nabrałoby większego znaczenia w przypadku pogłębienia deprecjacji krajowej waluty, czego jednak nie zakładamy w naszym scenariuszu bazowym.

Globalny impuls do dalszego stromienia krzywych osłabł

Od 2022 na świecie, podobnie jak w Polsce, obserwowaliśmy tendencję do stromienia krzywych dochodowości. Proces ten wspierały m.in. utrzymująca się presja inflacyjna i wzrost oczekiwań dotyczących poziomu neutralnych stóp procentowych, a także rosnąca premia terminowa związana ze zwiększoną niepewnością wokół polityki pieniężnej banków centralnych oraz sytuacji geopolitycznej. W kierunku wyższych rentowności na długim końcu oddziaływały również narastające w państwach rozwiniętych obawy dotyczące wysokiego długu publicznego i ekspansywnej polityki fiskalnej, zwiększona podaż obligacji korporacyjnych, w tym emitowanych przez spółki technologiczne finansujące inwestycje związane z AI, oraz redukcja bilansów głównych banków centralnych. W naszej ocenie obecne, wysokie poziomy spreadów pomiędzy krótkim i długim końcem krzywych uwzględniają już znaczną część wymienionych czynników ryzyka.

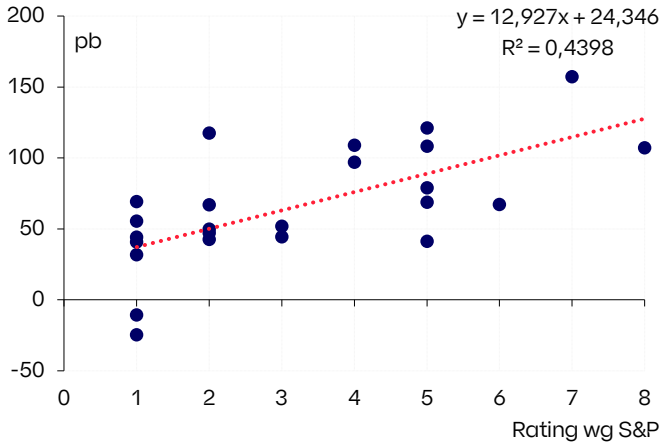
W tym kontekście warto zauważyć, że w 2026 spready 2Y10Y na wielu rynkach przestały się rozszerzać, a w niektórych przypadkach doszło nawet do odwrócenia wcześniejszego trendu. Zmiana ta może pośrednio oddziaływać również na polskie krzywe dochodowości do końca 2026. Z perspektywy bieżącego roku można ocenić, że na krajowej krzywej swapowej podobna tendencja zaczyna być widoczna w segmencie 5Y10Y. Naszym zdaniem, choć rentowności i stawki swapowe na krótszym końcu krzywej mogą utrzymywać się na relatywnie wysokich poziomach, obniżenie

oczekiwanej stopy terminalnej powinno stopniowo ograniczać również wyceny na dłuższym końcu krzywej, w szczególności w tenorach 5- i 10-letnich.

Brak konsolidacji fiskalnej może hamować płaszczenie krzywej

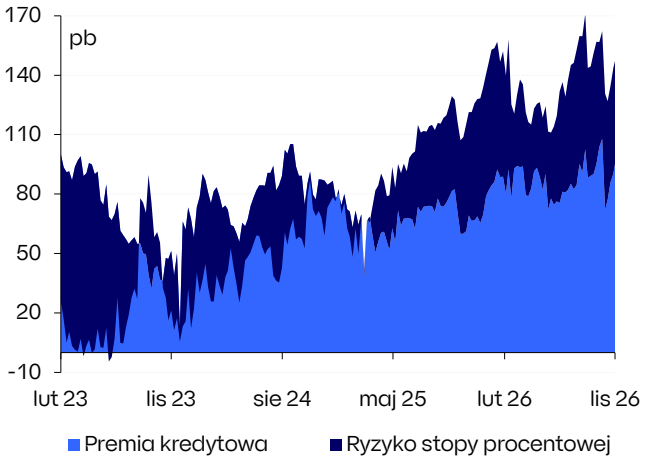
Istotny wpływ na nachylenie krzywej dochodowości obligacji mają również tendencje w zakresie finansów publicznych Polski. Wysoki deficyt sektora finansów publicznych przekłada się na znaczące potrzeby pożyczkowe i utrzymuje wysoką podaż obligacji na rynku pierwotnym. Z punktu widzenia wycen istotne znaczenie mają również rosnący dług publiczny i niepewność dotycząca skali i tempa przyszłej konsolidacji fiskalnej. Obawy te znalazły odzwierciedlenie m.in. w rozszerzeniu spreadów asset swap do około 120pb w sektorze 5-letnim i 140pb w sektorze 10-letnim.

Wykres 5. Wśród państw z długoterminowym ratingiem dla długu w walucie obcej od BBB+ do AAA widać istotną zależność pomiędzy oceną kredytową a spreadem 2Y10Y na rynku obligacji skarbowych (1 odpowiada ratingowi AAA).



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 6. W ostatnich latach na polskim rynku długu skarbowego stromienie się krzywej dochodowości było spowodowane głównie wzrostem premii kredytowej.



Źródło: PKO Bank Polski

Perspektywy ASW na polskim rynku długu analizowaliśmy szerzej w raportach specjalnych „ASW blisko punktu zwrotnego - preferujemy środek krzywej" oraz „Wysoka podaż obligacji w 3q26 ogranicza przestrzeń do kompresji ASW". Wskazywaliśmy w nich, że zawężeniu spreadów do końca roku powinny sprzyjać ograniczenie podaży obligacji pod koniec roku, reinwestycje środków pochodzących z wykupów i płatności kuponowych, wysoka płynność sektora bankowego oraz popyt inwestorów zagranicznych. Potencjał kompresji zwiększają również historycznie wysokie poziomy ASW, które uwzględniają już znaczną część ryzyk fiskalnych. Oczekujemy, że odreagowanie będzie najbardziej widoczne w środkowym segmencie krzywej dochodowości. W dłuższym horyzoncie sytuacja fiskalna pozostaje jednak czynnikiem bardziej wspierającym stromienie się krzywej. Brak wyraźnej konsolidacji finansów publicznych oznacza utrzymywanie wysokiej podaży długu oraz podwyższonej premii fiskalnej, szczególnie w dłuższych terminach zapadalności. W rezultacie nawet przy spadku oczekiwanej ścieżki stóp procentowych NBP rentowności długoterminowych obligacji mogą obniżać się wolniej niż stawki na krótszych i średnich odcinkach krzywej.

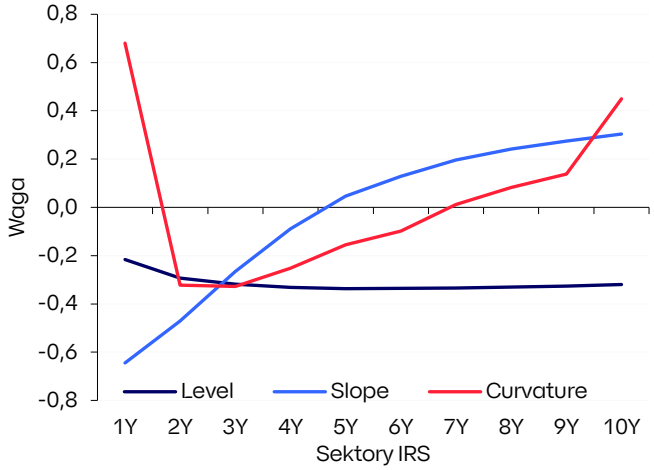
Analiza czynnikowa potwierdza zróżnicowaną wrażliwość segmentów krzywej

W celu lepszego zrozumienia kierunkowych zmian na krzywej dochodowości zbadaliśmy również wrażliwość jej poszczególnych segmentów za pomocą analizy głównych składowych (PCA). Badanie przeprowadziliśmy na niestandaryzowanych dziennych zmianach notowań kontraktów IRS, wyrażonych w punktach bazowych,

w próbie rozpoczynającej się od listopada 2021 (analiza pokrywała okres ostatnich 5 lat). Testy ADF pozwoliły odrzucić hipotezę o występowaniu pierwiastka jednostkowego w analizowanych szeregach zmian, potwierdzając ich stacjonarny charakter.

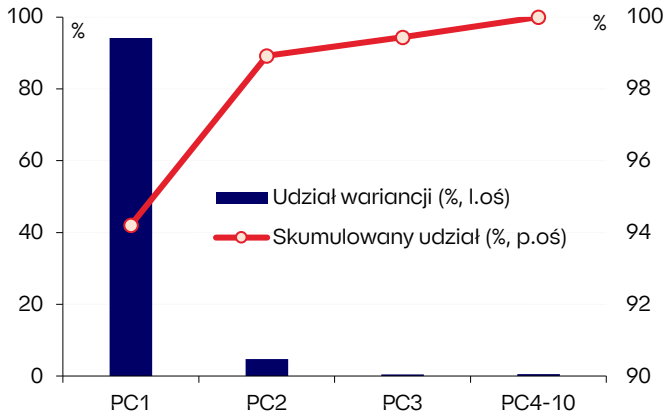
Pierwsze trzy składowe, interpretowane odpowiednio jako poziom, nachylenie i krzywizna krzywej, wyjaśniały łącznie około 99,4% historycznej wariancji. Zdecydowanie największe znaczenie ma czynnik PC1, odpowiadający za zmianę poziomu całej krzywej, który wyjaśnia blisko 94% wariancji. Wartości współczynników (loadings) dla poszczególnych tenorów mieszczą się w przedziale od około -0,22 do -0,41. Oznacza to, że historycznie dominująca część zmian na polskiej krzywej miała charakter zbliżony do równoległego przesunięcia, wynikającego ze wspólnego impulsu oddziałującego na większość tenorów. Jednym z najważniejszych takich impulsów mogą być zmiany oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej NBP.

Wykres 7. Współczynniki (loadings) dla poszczególnych tenorów na krzywej IRS.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 8. Czynniki PC1, PC2 i PC3 opisują 99,4% wariancji.



Źródło: PKO Bank Polski

Z wykresu 7 wynika jednocześnie, że obawy rynku dotyczące ewentualnych podwyżek stóp procentowych w 1q27 mogą oddziaływać w kierunku płaszczenia krzywych dochodowości. PC2 wskazuje, że czynnik nachylenia oddziałuje w przeciwnych kierunkach na krótszą i dłuższą część krzywej, a punkt zmiany znaku znajduje się w pobliżu 4-5Y. Trzecia składowa, interpretowana jako krzywizna (curvature), ma mniejsze znaczenie i odpowiada za niewielką część łącznej wariancji zmian krzywej.

Oczekujemy w kolejnych kwartałach spadku rentowności polskich obligacji

Do końca 2026 oczekujemy dalszego spadku rentowności polskich obligacji oraz lekkiego wypłaszczenia skarbowej krzywej dochodowości. Pełną argumentację przedstawiliśmy w Kwartalniku rynku stopy procentowej. Za szczególnie atrakcyjne uznajemy obligacje 5-letnie. Dodatkowym wsparciem może służyć oczekiwana przez nas korekcyjna kompresja ASW, która powinna być bardziej widoczna na środku krzywej.

Biorąc pod uwagę utrzymujące się wysokie ryzyko geopolityczne związane z konfliktem na Bliskim Wschodzie, obawy dotyczące wysokiej podaży obligacji emitowanych przez spółki rozwijające technologie AI oraz niepewność związaną z dalszym kierunkiem polityki pieniężnej głównych banków centralnych, nie wykluczamy, że konwergencja notowań rynkowych do naszych prognoz może potrwać nieco dłużej, niż zakładamy w scenariuszu bazowym.

Tabela 1 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

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

W perspektywie 2027 oczekujemy kontynuacji spadku rentowności obligacji skarbowych i stawek IRS. Jednocześnie zakładamy ponowne wystromienie krzywych dochodowości, wynikające z silniejszego spadku rentowności w sektorach 2- i 5-letnim niż na długim końcu. Proces ten powinien być wspierany przez ograniczanie rynkowych oczekiwań na podwyżki stóp procentowych NBP, podczas gdy podwyższona premia fiskalna i duża podaż długu mogą ograniczać spadek rentowności obligacji długoterminowych. W takim otoczeniu preferujemy sektor 5-letni.

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 24 listopada 2026 o godz. 15:38.

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.