

Zbliża się koniec stromienia krzywej dochodowości w Polsce

- Na polskim rynku obligacji spread 2Y10Y zbliża się do poziomów z 2018. Do ich osiągnięcia brakuje około 30 pb. Zakładamy, że w tych okolicach stromienie krzywej dochodowości zatrzyma się.
- W dalszej części roku spread 2Y10Y powinien spadać w kierunku 100 pb. z obecnych 155 pb. Szczegółowa dekompozycja wskazuje przede wszystkim na potencjał do kompresji spreadu 2Y5Y.
- Od 2q26 wyceny średnio- i długoterminowych obligacji wzmożenie wprowadzenia przez Ministerstwo Finansów większej liczby aukcji zamiany, ograniczenie podaży na aukcjach regularnych i transfer środków z wykupów i wypłaty odsetek.
- Wsparciem będzie też wzrost płynności sektora finansowego m.in. dzięki napływowi środków walutowych z UE. Szacujemy ten wzrost płynności systemu na co najmniej 50 mld PLN.
- Globalna presja na stromienie się krzywych dochodowości obligacji powinna w najbliższych miesiącach zostać powstrzymana.
- Patrząc historycznie, gdy NBP kończył obniżki stóp proces stromienia się krzywej dobiegał końca. W scenariuszu bazowym zakładamy, że w lutym i marcu RPP obniży stopy o łącznie 50 pb. i przejdzie w tryb „wait-and-see”. To sugeruje, że w 1q26 zostałyby wyznaczony maksymalny poziom spreadu 2Y10Y.

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirosław Budzicki

Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

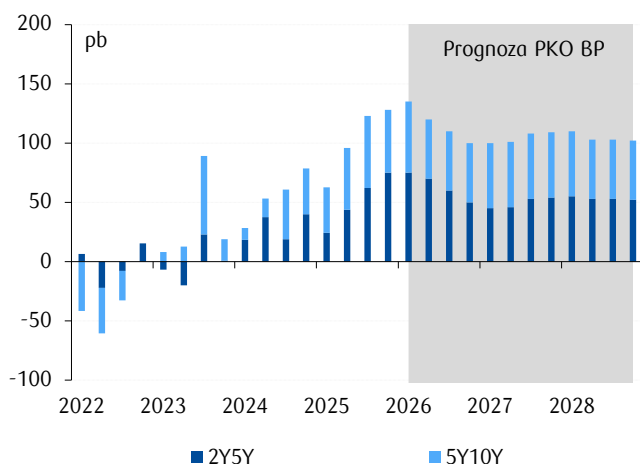
tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

Na polskim rynku długu spread 2Y10Y kontynuuje trend wzrostowy

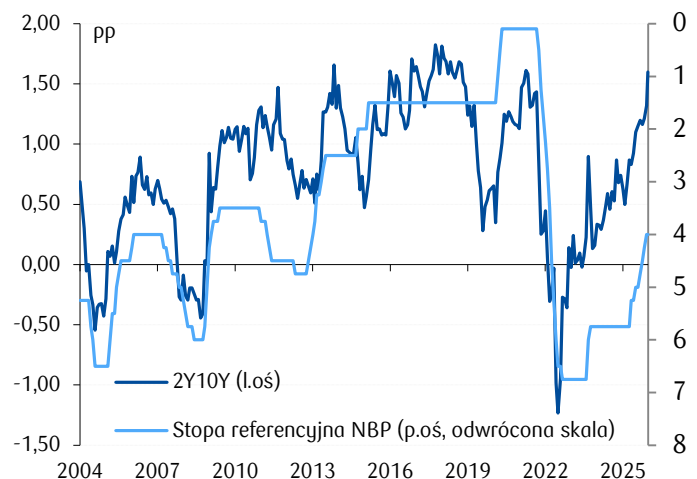
Początek roku przyniósł wystromienie krzywej dochodowości na polskim rynku długu. W efekcie spread 2Y10Y osiągnął 155 pb. zbliżając się do poziomów z 2018. Wspomniany trend wzrostowy utrzymuje się od połowy 2022.

Wykres 1. Stromienie krzywej dochodowości na rynku długu może zakończyć się w 1q26. Prognozujemy, że spread 2Y10Y wyniesie na koniec marca 135 pb. Analiza dekompozycji sugeruje przede wszystkim kompresję spreadu 2Y5Y.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 2. Krótkoterminowo spread 2Y10Y może wzrosnąć w okolice maksimów z okresu 2017-2018. Do tych szczytów brakuje tylko ok. 30 pb. Za takim scenariuszem przemawia m.in. zbliżający się koniec cyklu obniżek stóp NBP.



Źródło: PKO Bank Polski

Stromienie się krzywej dochodowości na polskim rynku długu było konsekwencją relatywnie mocniejszych spadków rentowności obligacji o krótszych terminach wykupu względem papierów 10-letnich. W zakresie skali zmian proces rozszerzania się spreadów 2Y5Y i 5Y10Y przebiegał podobnie, chociaż w ostatnich kwartałach pierwszy z wymienionych spreadów rósł szybciej. Dotychczasowe zmiany na krzywej wzmacniały zarówno czynniki lokalne jak i globalne. W dalszej części roku spodziewamy się zmiany trendu i wypłaszczenia krzywej dochodowości. W scenariuszu bazowym zakładamy, że spread 2Y10Y zakończy 1q26 na 135 pb. (2Y5Y na 75 pb. a 5Y10Y na 60 pb.) i w kolejnych kwartałach będziemy obserwować tendencję do wypłaszczenia krzywej dochodowości (punktowe prognozy pokazane zostały w Tabeli 1). Biorąc pod uwagę silne momentum wzrostowe dostrzegamy ryzyko nieco szerszych spreadów w najbliższych miesiącach w porównaniu do prognoz.

Tabela 1. Prognozowane spready na polskim rynku długu (pb, stan na koniec okresu)

	4q24	1q25	2q25	3q25	4q25	1q26P	2q26P	3q26P	4q26P	1q27P	2q27P	3q27P	4q27P
Stopa referencyjna NBP	5,75	5,75	5,25	4,75	4,00	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
2Y5Y	40	24	44	62	75	75	70	60	50	45	46	53	54
5Y10Y	39	38	52	61	53	60	50	50	50	55	55	55	55
2Y10Y	79	63	96	123	128	135	120	110	100	100	101	108	109

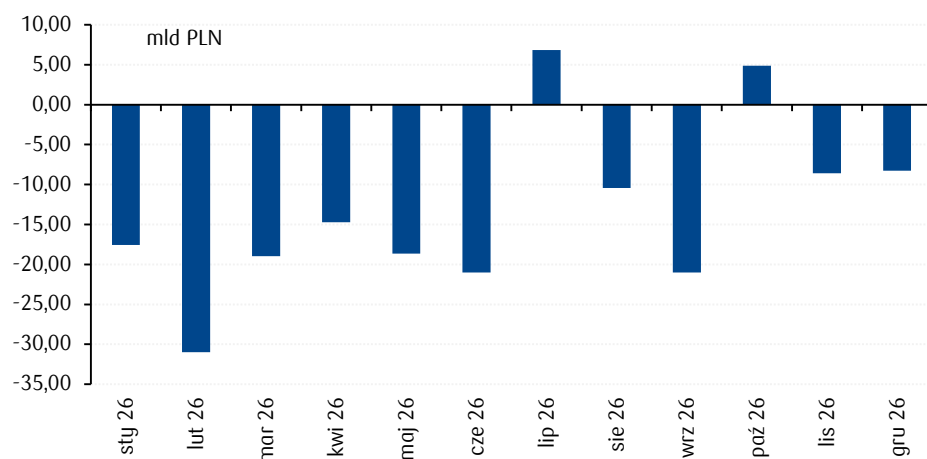
P-prognoza

Źródło: PKO Bank Polski

Wysoka podaż sprzyja stromej krzywej dochodowości na początku 2026

Ministerstwo Finansów zamierza na początku roku sfinansować znaczną część tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Zakładamy, że na aukcjach regularnych MF uplasuje hurtowe obligacje o wartości 83 mld PLN (kalendarz aukcji sugeruje nawet wyższą podaż mieszczącą się między 75 a 100 mld PLN).

Wykres 3. Prognozowane przepływy netto na rynku pierwotnym hurtowych obligacji skarbowych denominowanych w złotym (napływ środków na rynek minus emisje obligacji na aukcjach).



Źródło: PKO Bank Polski

Na krajowym rynku długu wartość zapadających obligacji i wypłacanych odsetek w 1q26 szacujemy na około 15,5 mld PLN. Warto zwrócić uwagę, że NBP nie posiada w swoim portfelu papierów WZ0126 zapadających w styczniu. Oznacza to, że środki w całości trafią do inwestorów wspierając popyt. Aby możliwe było sfinansowanie zakupów obligacji na rynek pierwotny w ujęciu netto musi napłynąć kapitał w wysokości

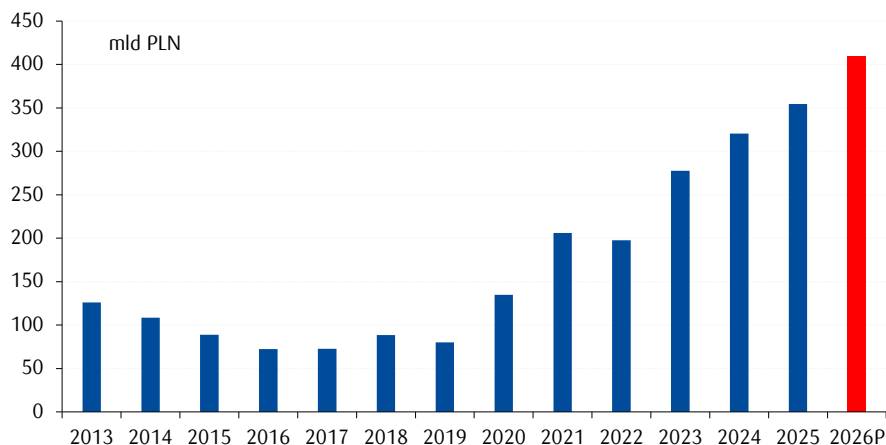
68 mld PLN, a w skrajnym scenariuszu nawet 85 mld PLN. Duża podaż plasowana na rynku będzie absorbować płynność rynku finansowego. Mimo, że na początku 2026 widać było wysoki niezaspokojony popyt z każdą kolejną aukcją będzie on redukowany. Potwierdzają to kolejne aukcje - 9 stycznia nie licząc sprzedaży dodatkowej resort finansów sprzedał papiery za 12 mld PLN przy popycie 22,3 mld PLN, ale już 22 stycznia uplasował taką samą emisję przy popycie 17 mld PLN. Chociaż wyniki należy oceniać bardzo pozytywnie, zaczyna rysować się lekki spadek popytu. Wysoka podaż będzie naszym zdaniem ciężić wycenom polskich obligacji sprzyjając stromej krzywej dochodowości w 1q26. Możliwy jest również wzrost asset swap spreadów w sektorze 10-letnim w kierunku 100 pb.

Sytuacja powinna się jednak poprawić od 2q26. Wówczas Ministerstwo Finansów może zdecydować się na plasowanie obligacji z większym wykorzystaniem aukcji zamiany, ale też może podjąć decyzję o zmniejszeniu skali emisji na aukcjach regularnych. Takie zmiany powinny odciążyć rynek pierwotny. Największą zmianą będzie jednak duża zapadalność obligacji. W kwietniu łącznie z tytułu wykupów i odsetek inwestorzy otrzymają 16 mld PLN, a w okresie od lipca do grudnia blisko 110 mld PLN. Napływ środków wraz z oczekiwanym zwiększeniem się zaangażowania inwestorów zagranicznych powinno wyraźniej wzmocnić rynek w dalszej części roku wspierając wypłaszczanie się krzywej dochodowości.

Wzrost płynności sektora finansowego wesprze wyceny obligacji w 2026

Od 2q26 wsparcie rynkowi długu powinien zapewniać wzrost płynności krajowego sektora finansowego. Szacujemy, że zwiększy się o 50 mld PLN (w ujęciu średniorocznych emisji bonów pieniężnych NBP). Szacując wpływ różnych czynników na płynność zwracamy przede wszystkim uwagę na napływ środków walutowych z KPO. Według informacji przekazanych przez członków rządu wnioski szósty i siódmy o płatność powinny zostać rozliczone w kwietniu 2026 (kwota blisko 29 mld PLN), a następne transfery planowane są w sierpniu i w grudniu br. W ramach wszystkich transz Polska ma otrzymać w tym roku ponad 110 mld PLN. Do tej kwoty należy jeszcze doliczyć regularnie napływające środki z funduszy unijnych. W naszych szacunkach zakładaliśmy, że część środków walutowych zostanie bezpośrednio wymieniona na rynku finansowym (w ostatnich latach średnio było to 25% środków), a część może zostać wykorzystana do uregulowania zobowiązań walutowych (m.in. na zakup sprzętu wojskowego).

Wykres 6. Płynność systemu finansowego mierzona jako średnia wartość emisji bonów pieniężnych NBP w 2026 może wzrosnąć o blisko 50 mld PLN, co będzie wsparciem dla krajowego rynku długu.

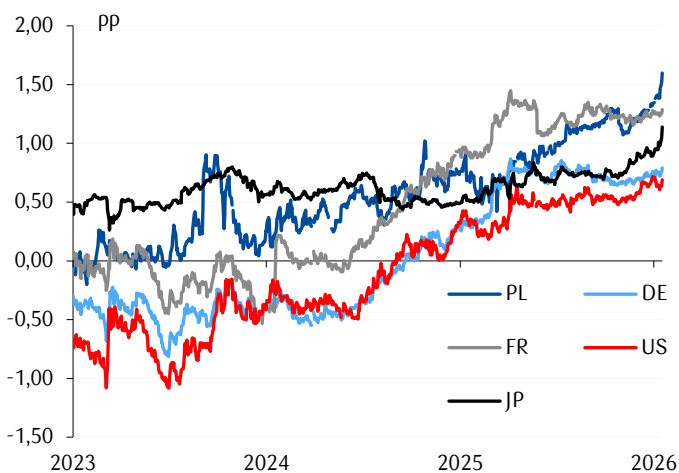


Źródło: PKO Bank Polski

Ryzyko geopolityczne sprzyja stromieniu krzywych dochodowości na świecie

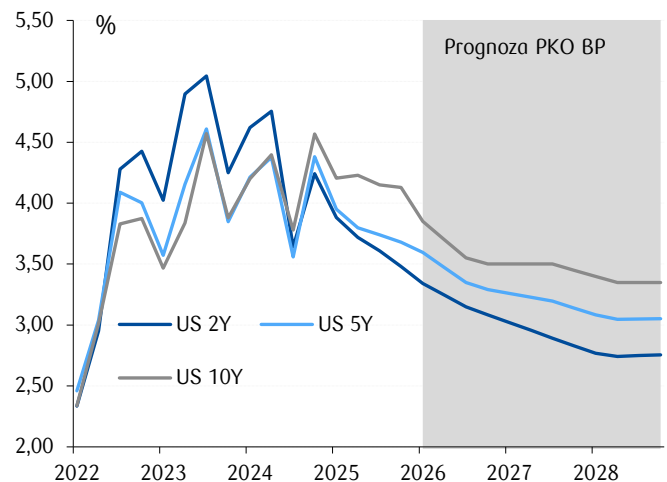
Na rynkach bazowych w ostatnich latach obserwowaliśmy tendencję do stromienia się krzywych dochodowości, a spready 2Y10Y ustanawiały kilkuletnie maksima. Pośrednio tworzyło to presję na polski rynek długu, który okresowo podążał za trendami globalnymi. Wspomniane zmiany rynkowe na świecie wspierał proces luzowania polityki pieniężnej w państwach rozwiniętych, obawy przed ekspansywną polityką fiskalną, a także rosnące ryzyko geopolityczne (było to np. widoczne w ostatnich dniach w kontekście sporu wokół Grenlandii). W niektórych państwach dochodziły dyskusje dotyczące niezależności polityki pieniężnej, czy wewnętrznej stabilności politycznej. Widzimy, że przestrzeń do dalszego globalnego stromienia krzywych dochodowości wyczerpuje się. Poza nielicznymi wyjątkami, banki centralne w dużej mierze dostosowały stopy procentowe do adekwatnych poziomów i przeszły w tryb obserwacji napływających danych makroekonomicznych. Biorąc pod uwagę umiarkowany wzrost gospodarczy na świecie oczekiwany w kolejnych latach nie można wykluczyć powrotu do luzowania polityki pieniężnej w przyszłości. Z kolei ekspansywna polityka fiskalna i ryzyko geopolityczne w dużej mierze zostały uwzględnione w wycenach (choć okresowo mogą wciąż przyczyniać się do wzrostu zmienności). W konsekwencji oczekujemy, że pod koniec 2026 spread 2Y10Y na rynku niemieckich papierów skarbowych rozszerzy się jedynie nieznacznie w kierunku 85 pb. z obecnych 75 pb. Z kolei w Stanach Zjednoczonych dostrzegamy przestrzeń do zawężenia tego spreadu do 42 pb. z obecnych 65 pb. Biorąc powyższe pod uwagę zakładamy, że spadek rentowności długoterminowych obligacji w USA może mieć pozytywny wpływ na polski rynek długu.

Wykres 4. Rosnące ryzyko geopolityczne ale też niepewność polityczna w niektórych państwach rozwiniętych sprzyjała stromieniu się krzywych dochodowości. Potwierdzały to rozszerzające się spready 2Y10Y.



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 5. Spadek rentowności długoterminowych amerykańskich obligacji powinien stanowić wsparcie dla polskiego rynku długu. W dłuższej perspektywie będzie to argument za płaszczeniem się krzywej w Polsce.



Źródło: PKO Bank Polski

Bliski koniec cyklu obniżek stóp NBP przemawia za końcem stromienia krzywej

Na polskim rynku stopy procentowej instrumenty pochodne wyceniają obniżkę stopy referencyjnej NBP o blisko 75 pb. w okolicy 3,25% w połowie 2026. Biorąc pod uwagę dotychczasową retorykę trudno spodziewać się, aby w tym roku członkowie RPP popierali jeszcze mocniejsze luzowanie polityki pieniężnej. Z opublikowanych w ostatnich miesiącach wypowiedzi wynika raczej, że poziom terminalnej stopy procentowej ich zdaniem powinien być bliższy 3,5%, chociaż niektórzy wskazywali też okolice 3%. Dlatego oczekiwać można, że dochodowości 2-letnich obligacji będą się utrzymywać w kolejnych kwartałach w przedziale

3,50%-3,70%. Oznacza to brak lub ograniczony potencjał do spadków rentowności papierów na krótkim końcu krzywej dochodowości.

Ograniczony zasięg obniżek stóp procentowych wynika z tego, że RPP stara się zmniejszyć restrykcyjność polityki pieniężnej w kierunku nastawienia neutralnego. Zakładając stabilizację inflacji nieznacznie poniżej celu NBP i wzrost gospodarczy przekraczający 3,5% w 2026 trudno będzie znaleźć przestrzeń do mocniejszych zmian stóp procentowych niż wycenia to rynek. Nie oznacza to jednak, że cykl obniżek stóp zostanie definitywnie domknięty w ciągu najbliższych miesięcy. Oczekujemy, że w 2027 Rada może jeszcze zrewidować stopy w dół, gdy wygaśnie pro wzrostowy efekt napływu środków z KPO.

Przestrzeń do przyszłych cięć stóp procentowych w Polsce powinna wspierać szczególnie średnioterminowe obligacje, co sprzyjałoby wypłaszczaniu krzywej dochodowości w dalszej części roku. Patrząc historycznie (Wykres 2), gdy NBP kończył obniżki stóp procentowych i wprowadzał dłuższą pauzę proces stromienia krzywej tracił impet. W scenariuszu bazowym zakładamy, że w lutym i marcu br. RPP obniży dwukrotnie stopy po 25 pb. i w kolejnych kwartałach będziemy obserwować stabilizację w polityce pieniężnej. To sugeruje, że w 1q mógłby zostać wyznaczony maksymalny poziom spreadu 2Y10Y, a potem krzywa na skutek głównie zawężania się spreadu 2Y5Y zacznie się wypłaszczać.

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 Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	slawomir.bembenik@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 26 stycznia 2026 roku o godz. 9:44.

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.