

Obligacje zmiennoprocentowe wyraźnie zyskują na wartości w 2026

- W 2026 widać poprawę wycen obligacji serii WZ. Premia dyskontowa (discount margin) zawężała się o 10-25pb, a ceny wzrosły o 0,5%-1%.
- Wzrosty cen papierów WZ były silnie powiązane z zawężaniem się asset swap spreadów na krajowym rynku długu.
- Zwraca jednak uwagę fakt, że dłuższe obligacje WZ zachowywały się relatywnie mocniej niż papiery o stałym kuponie. W miarę wydłużania zapadalności zawężenie discount margin (DM) było szybsze niż ASW, co przełożyło się na relatywnie wysokie wyceny długoterminowych papierów zmiennoprocentowych.
- Jednym z ważniejszych czynników wspierających ceny dłuższych papierów WZ jest perspektywa ograniczenia podaży. Wdrażana na krajowym rynku pieniężnym reforma benchmarków spowoduje, że preferowane będą nowe papiery serii NZ oparte na stawce POLSTR.
- Wysoka akceptacja ofert kupna obligacji NZ i z kolei wysoka redukcja zleceń dla WZ na ostatnich aukcjach sugerują, że Ministerstwo Finansów przekierowuje popyt w stronę instrumentów opartych na POLSTR obniżając podaż dotychczas oferowanych WZ0930.
- W dłuższym okresie przesunięcie się popytu w stronę papierów NZ powinno osłabić zainteresowanie papierami WZ.

Biuro Strategii Rynkowych

bsr@pkobp.pl

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

dr Mirośław Budzicki

Strateg

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

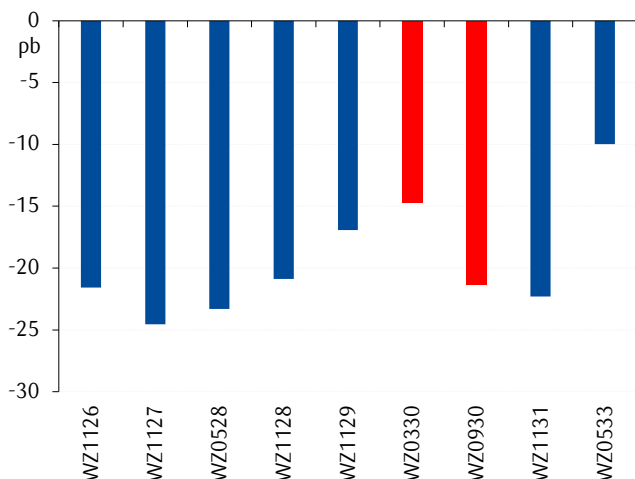
tel. 22 521 87 94

tel. 724 125 136

Od początku 2026 obserwujemy poprawę wycen obligacji zmiennoprocentowych

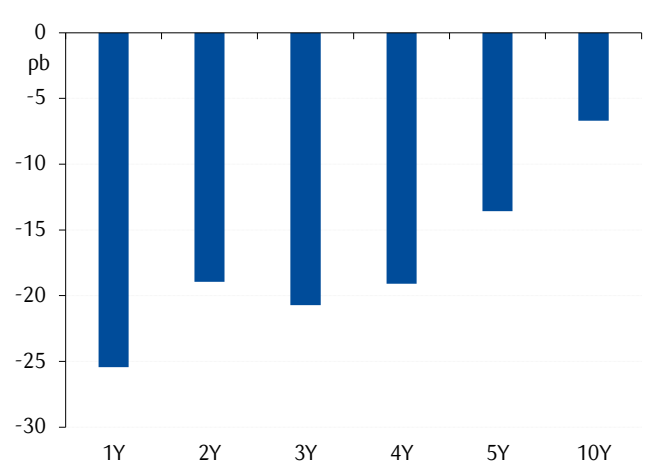
Premia dyskontowa w przypadku obligacji serii WZ spadła od 31 grudnia 2025 o 10-25pb. Skala zmian nieco różniła się w zależności od terminu zapadalności, jednak w zasadzie można mówić o równoległym przesunięciu wzdłuż krzywej. Zmiany notowań zostały zaprezentowane na Wykresie 1, na którym zaznaczono na czerwono papiery z przeszacowaniem kuponu w marcu, a na granatowo - w maju.

Wykres 1. Premia dyskontowa dla polskich obligacji serii WZ spadła od początku 2026 średnio o 20pb ...



Źródło: PKO Bank Polski

Wykres 2. ... i jednocześnie ASW uległ zacieśnieniu, aczkolwiek w skali nieco mniejszej niż DM.

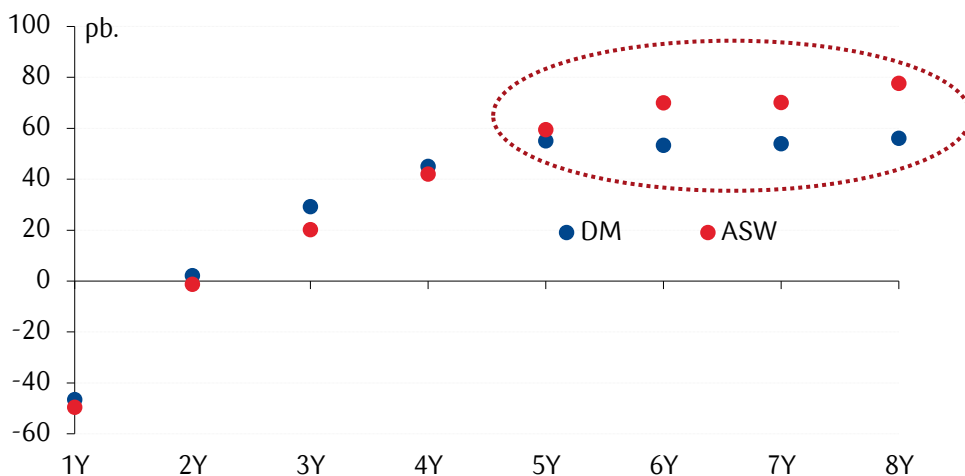


Źródło: PKO Bank Polski

Generalnie zwraca uwagę fakt, że znacząca poprawa wycen zmiennoprocentowych obligacji serii WZ następowała wraz z zawężaniem się asset swap spreadów. Z porównania Wykresów 1 i 2 wynika, że skala spadku ASW w sektorach do 5 lat była zbliżona do dynamiki zmian premii dyskontowej i sięgała 20pb. Warto przy tym zaznaczyć, że termin przeszacowania kuponu statystycznie nie miał istotnego znaczenia z punktu widzenia wycen. Potwierdza to z jednej strony relatywnie mocne zachowanie się obligacji WZ0930, a z drugiej – słabsze WZ0330 (obowiązujący kupon dla obu serii wynosi 4,60%, natomiast dla pozostałych obligacji serii WZ 4,16%).

Widać też było prawidłowość, że im dłuższy termin zapadalności, tym mniejsze zawężenie ASW w relacji do DM, co oznaczało, że rynek papierów o zmiennym kuponie serii WZ zachowywał się relatywnie lepiej. Ta uwaga dotyczy również papieru WZ0930, który od czerwca 2025 jest jako jedyny oferowany inwestorom przez Ministerstwo Finansów na aukcjach regularnych lub zamiany. W ich przypadku DM zawężił się od początku roku o 21pb podczas gdy w sektorze 5-letnim zmiany ASW nie przekraczały 15pb. Szybsze zawężanie się DM w relacji do ASW zaczyna być coraz mocniej widoczne na krzywej w dłuższych terminach. Podczas gdy spread w przypadku papierów o stałym kuponie sięga odpowiednio 65pb i 85pb, to dla papierów WZ0930 i dłuższych premia wynosi zaledwie 55pb. Warto przy tym wspomnieć, że na notowania WZ0533 wpływ może mieć ograniczona płynność – w obrocie pozostają obligacje o łącznej wartości zaledwie 3,4 mld PLN.

Wykres 3. Interpolowane z notowań rynkowych krzywe ASW i DM wg stanu na 30 stycznia 2026 sugerują relatywnie wysokie wyceny papierów WZ względem obligacji o stałym kuponie. Tą różnicę widać szczególnie w sektorach powyżej 4 lat.



Źródło: PKO Bank Polski

Ministerstwo Finansów ogranicza podaż papierów serii WZ

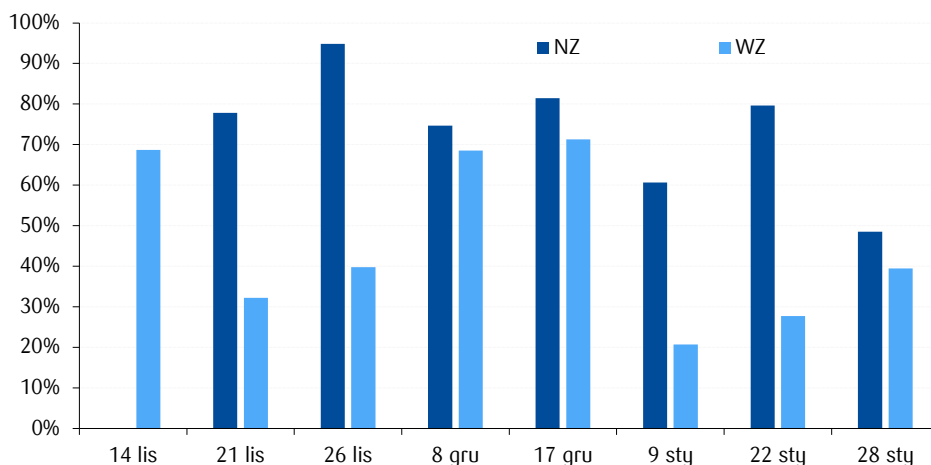
Relatywnie mocna wycena dłuższych obligacji serii WZ wynikać może z preferencji lokalnych inwestorów (udział „zagranicy” w segmencie papierów zmiennoprocentowych jest znikomy i wynosi około 1%), a także działań Ministerstwa Finansów.

W tym kontekście należy zauważyć, że od listopada 2025 MF wprowadziło do sprzedaży nowe papiery serii NZ oparte na stawce POLSTR. Ma to związek z wdrażaną reformą benchmarków na rynku pieniężnym. W efekcie inwestorów czeka konwersja papierów serii WZ na wspomniane NZ. Nie wydaje się jednak, aby zmiany w ofercie MF w istotny sposób wpływały na strukturę popytu na rynku długu. Największymi nabywcami papierów o zmiennym kuponie są banki (67%) oraz krajowe fundusze inwestycyjne (15%). Według ostatnich danych resortu finansów za listopad 2025 w obu kategoriach

odnotowany został wzrost zaangażowania w papiery NZ. Zakupy banków, TFI, czy innych inwestorów w listopadzie zasadniczo odpowiadały też dotychczasowym udziałom w rynku papierów zmiennoprocentowych. Nie widać zatem, aby w jakiejś kategorii nabywców popyt na nowo wprowadzane obligacje nagle się załamał. Byłoby to zresztą mało prawdopodobne biorąc pod uwagę, że są one adekwatnie wyceniane.

Te obserwacje potwierdza płynny proces wprowadzania nowych papierów do obrotu rynkowego. Analizując wyniki aukcji można też odnieść wrażenie, że Ministerstwo Finansów ogranicza skalę emisji papierów WZ po to, aby celowo przekonwertować cały popyt na nowe papiery NZ (Wykres 4). Na aukcjach organizowanych od listopada 2025 zdarzało się, że w przypadku papierów serii WZ przyjmowano jedynie 21% złożonych zleceń. Z kolei w przypadku nowych papierów poziom akceptacji rynkowych ofert był zdecydowanie wyższy i dotychczas nie spadł poniżej 48% (czasami akceptacja zleceń sięgała nawet 95%). Niezaspokojony na aukcjach popyt i wysoka stopa redukcji zleceń mogły częściowo odpowiadać za relatywnie wysokimi wycenami dłuższych papierów WZ. Dodatkowo warto pamiętać, że w związku z reformą benchmarków papiery oparte na stawce WIBOR przestaną być oferowane. Na razie nie wiadomo dokładnie, kiedy to nastąpi. Świadomość braku dodatkowej podaży w przyszłości również może wzmacniać wyceny papierów.

Wykres 4. Wskaźniki przyjętych zleceń na aukcjach regularnych i zmiany organizowanych przez Ministerstwo Finansów od listopada 2025 (emisja/popyt, bez uwzględnienia sprzedaży dodatkowej). Przyjęto jedynie dane dla papierów serii WZ oraz NZ.



Źródło: PKO Bank Polski

Rynek systematycznie przekonuje się do papierów NZ, a relatywna wycena dłuższych obligacji WZ zapewne pogorszy się

Oczekujemy, że z czasem popyt krajowych instytucji finansowych będzie kierowany w większości na nowe papiery serii NZ. Wynikać to będzie m.in. z faktu przekonania rynku o tym, że systematyczna konwersja papierów WZ w NZ jest nieuchronna w związku z prowadzoną reformą benchmarków. Potwierdzeniem tej tezy mogą być wyniki ostatniej aukcji organizowanej 28 stycznia 2026. Inwestorzy zgłosili popyt na NZ0331 o wartości aż 8,6 mld PLN natomiast łączna sprzedaż wyniosła 4,2 mld PLN (nie licząc sprzedaży dodatkowej). Warto wspomnieć, że przed śródownym przetargiem w obrocie publicznym znajdowały się papiery o wartości prawie 8,5 mld PLN. To pokazuje jak szybko dokonuje się zmiana w strukturze sprzedaży hurtowych papierów skarbowych. Zwraca też uwagę z drugiej strony spadek zainteresowania WZ0930 – inwestorzy złożyli oferty na zakup

papierów za zaledwie 1,9 mld PLN. Przez pryzmat tej aukcji można wskazać, że dochodzi już do odwrócenia dotychczasowych proporcji.

Poza samymi preferencjami inwestorów resort finansów będzie zapewne wciąż faworyzował emisje papierów NZ. To może dodatkowo wzmacniać powolne przekierowanie kapitału w stronę papierów opartych na stawce POLSTR. W konsekwencji w perspektywie kolejnych aukcji oczekiwać można, że wartość niezaakceptowanych zleceń na zakup WZ0930 i popyt na nie będzie systematycznie spadać. Stanowiłoby to argument za lekkim relatywnym pogorszeniem wycen dłuższych papierów WZ. Patrząc przez pryzmat relacji DM do ASW ograniczenie lub wręcz brak nowej podaży może spowodować, że lekka premia na korzyść papierów opartych na WIBOR będzie się ostatecznie utrzymywać w dłuższej perspektywie, chociaż na niższych poziomach niż dotychczas.

Wspomniane tezy wzmacniają też dane z ostatnich miesięcy pokazujące, że proces wprowadzania na rynek nowych papierów opartych na stawce POLSTR przebiega dynamicznie i bez zakłóceń. Pierwsza aukcja odbyła się w listopadzie 2025 i od tego czasu MF wprowadziło na rynek papiery za 13,4 mld PLN, co stanowi już blisko 4% całego rynku papierów o zmiennym kuponie. Biorąc pod uwagę dotychczasowe tempo emisji ten udział może realnie rosnąć w tempie po 10pp rocznie (nie można wykluczyć też systemowej konwersji).

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 30 stycznia 2026 roku o godz. 16:17.

Materiał zatwierdził: Mariusz Adamiak

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.