



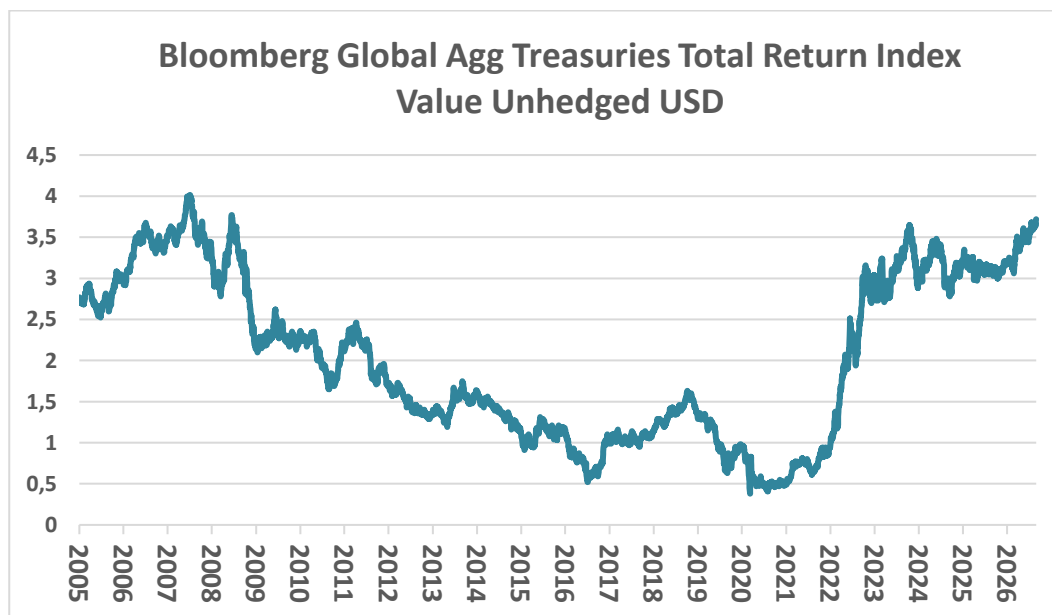
4 września 2026 roku

Wyprzedaż na globalnym rynku obligacji: co się dzieje i dlaczego warto zachować spokój

Co właściwie dzieje się na rynku?

Od kilku miesięcy na globalnym rynku obligacji skarbowych trwa narastająca wyprzedaż, która w ostatnich dniach wyraźnie przyspieszyła. Rentowności długu na całym świecie wspięły się na poziom niewidziany od kilkunastu, a w przypadku niektórych państw nawet od trzydziestu lat. To zjawisko o zasięgu globalnym - obejmuje zarówno rynki bazowe, takie jak obligacje amerykańskie i niemieckie, jak i obligacje polskie. Indeks globalnych rentowności obligacji skarbowych prowadzony przez Bloomberg (Wykres 1) wzrósł do poziomu niewidzianego od lat 2006–2007. Jak pokazuje Tabela 1, skala tego ruchu jest znacząca – na wielu rynkach rentowności osiągnęły najwyższe poziomy od kilkunastu, a nawet kilkudziesięciu lat.

Wykres 1. Rentowność indeksu globalnych obligacji skarbowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Bloomberg

Alior Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., ul. Chmielna 69, 00-801 Warszawa
T: +48 22 463 8888, F: +48 22 463 8889, E: biuro@aliortfi.com, W: www.aliortfi.com

Zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy
XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego

KRS: 0000350402, REGON: 142296921, NIP: 108-000-87-99
Kapitał zakładowy: 1 859 334,40 zł w pełni opłacony



Tabela 1. Rentowność wybranych obligacji skarbowych na tle historycznym

Rynek	Poziom rentowności	Kontekst historyczny
USA – 10 lat	4,80%	Najwyżej od października 2023 r.
Niemcy – 10 lat	3,35%	Najwyżej od 15 lat
Wielka Brytania – 10 lat	5,25%	Najwyżej od maja br.
Japonia – 10 lat	3,00%	Najwyżej od 30 lat
Polska – 10 lat	6,15%	Najwyżej od maja br.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Bloomberg

Warto przy tym pamiętać, że wzrost rentowności zawsze przekłada się na spadek bieżącej wyceny posiadanych obligacji, jednak o ostatecznej stopie zwrotu z takiej inwestycji decyduje przede wszystkim sam poziom rentowności oraz tempo jej wzrostu. Dlatego, mimo że trend wzrostowy trwa już od ponad 5 lat, fundusze inwestycyjne dłużne w ostatnich trzech latach pozwoliły inwestorom na solidne zarobki.

Przyspieszenie wzrostu rentowności, jakie nastąpiło po wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie, wyraźnie odbiło się na tempie wzrostu wycen jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Mimo to wyniki większości funduszy dłużnych za ostatnie 12 miesięcy wciąż pozostają dodatnie. To zasługa samego poziomu rentowności oraz wysokości bieżących kuponów z obligacji, które stanowią bufor łagodzący przeceny wynikające ze wzrostu oprocentowania.

Dlaczego rentowności rosną?

Tegoroczna wojna z Iranem doprowadziła do istotnych wzrostów cen ropy naftowej (cena ropy Brent wynosi obecnie ponad 90 USD za baryłkę). Wyższe ceny energii przekładają się bezpośrednio na wyższą inflację bieżącą, oraz przewidywania inwestorów, że ta inflacja może pozostać na podwyższonym poziomie na dłużej. To skłania inwestorów do żądania wyższej premii za ryzyko przy inwestowaniu w długoterminowe obligacje, czyli kolokwialnie mówiąc wyższego oprocentowania. Przedłużający się konflikt i ponowne zwiększenie aktywności militarnej przez obie strony konfliktu w ostatnim czasie sprawiło, że wzrost rentowności obligacji na światowych rynkach jeszcze przyspieszył.

Ponadto, rosnące ceny towarów ropopochodnych i ich przełożenie na ceny innych dóbr i usług zostały dostrzeżone również przez banki centralne. Podczas sympozjum w Jackson Hole przewodniczący Rezerwy Federalnej Kevin Warsh zasygnalizował, że FED „będzie miał jeszcze pracę



do wykonania", jeśli inflacja nie zacznie wyraźnie zmierzać do celu 2%. Przypomnijmy, że obecnie jest ona sporo powyżej 3% i już piąty rok z rzędu przekracza cel banku centralnego. Rynek kontraktów terminowych na stopy procentowe FED wycenia obecnie istotne prawdopodobieństwo podwyżki stóp w USA jeszcze w tym roku – na najbliższym wrześniowym posiedzeniu to blisko 70%, do końca roku ponad 1,5 podwyżki, a już w marcu 2027 rynek w pełni wycenia dwie podwyżki stóp procentowych. Jeszcze do niedawna rynek zakładał zaledwie jedną pełną podwyżkę. Podobne oczekiwania dotyczą Europejskiego Banku Centralnego oraz Banku Japonii, w przypadku, którego rynek liczy się nawet z wyraźnym przyspieszeniem podwyżek stóp. Obecnie kontrakty wyceniają ok. 4 podwyżki w ciągu najbliższego roku, czyli do lipca 2027.

Oba te czynniki jedynie potęgują wyzwanie, z którym rynek obligacji mierzy się już od dobrych kilku lat. Rządy krajów rozwiniętych wydają bowiem więcej niż są w stanie trwale sfinansować. Według danych i prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego średni dług publiczny w relacji do PKB w gospodarkach rozwiniętych przekracza już poziom 100%, a rosnące wydatki na starzejące się społeczeństwa, obronność i transformację energetyczną nakładają się na już i tak wysokie zadłużenie, co naturalnie będzie pogarszać ten wskaźnik¹. Dodatkowo coraz więcej obligacji emitują spółki, między innymi po to, by finansować inwestycje związane z boomem na sztuczną inteligencję.

Sytuacja na polskim rynku długu

Polskie obligacje skarbowe podlegają tym samym globalnym trendom, ale mają też swoją lokalną specyfikę. Pod koniec sierpnia rentowność polskich obligacji 10-letnich ponownie przekroczyła psychologiczny poziom 6,00%, a pierwsze dni września tylko pogłębiły przecenę – rentowność zbliżyła się do poziomu 6,20%. Krajowym katalizatorem był przede wszystkim wyższy od oczekiwań szybki szacunek inflacji GUS za sierpień – wskaźnik CPI przyspieszył do 3,40% r/r (wobec konsensusu 3,10%), głównie za sprawą rosnących cen paliw. W efekcie większość analityków ocenia, że Rada Polityki Pieniężnej nie ma obecnie przestrzeni do obniżek stóp procentowych. Rynek kontraktów terminowych na stopę WIBOR (czyli rynek FRA) szybko i gwałtownie zaczął wyceniać dwie podwyżki w nadchodzących miesiącach, co przełożyło się również na przecenę na rynku obligacji.

Kolejnym wydarzeniem, które negatywnie wpłynęło na notowania polskich skarbówek, była publikacja projektu budżetu na 2027 rok. Najważniejsza informacja z perspektywy inwestorów to planowany deficyt na kolejny rok, który według projektu Ministerstwa Finansów ma się utrzymać na poziomie 7,1% PKB. Brak nawet niewielkiej konsolidacji fiskalnej sprawia, że dług Polski w relacji do PKB ponownie ma wzrosnąć – i choć do poziomu 100% notowanego w krajach rozwiniętych jeszcze

¹ Źródło: https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD



nam sporo brakuje, to sama tendencja rodzi presję chociażby na rating Polski. A niższy rating oznacza wyższe oczekiwane oprocentowanie obligacji i mniejsze zainteresowanie nimi ze strony inwestorów zagranicznych.

Dlaczego wyższe rentowności to dobra wiadomość na przyszłość?

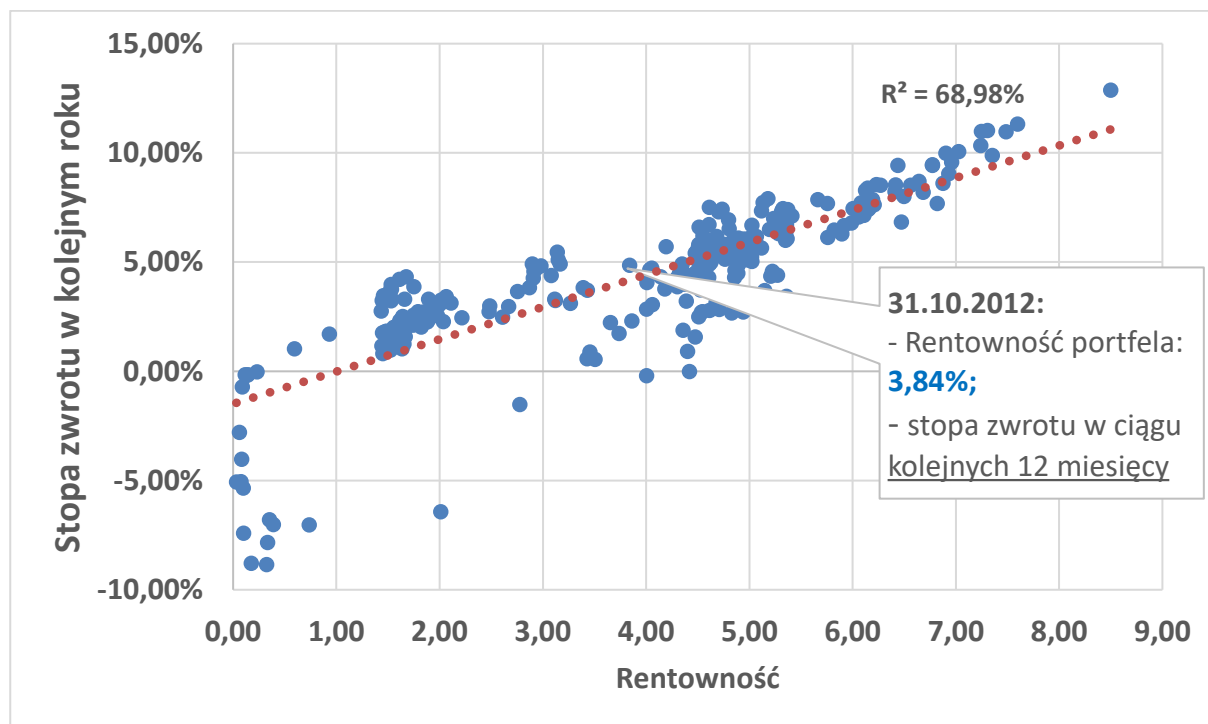
Zrozumiałe jest, że wzrost rentowności i towarzyszące mu przejściowe spadki wycen portfeli dłużnych budzą niepokój. Przeceny na rynku obligacji obniżyły w ostatnich tygodniach stopy zwrotu osiągnane przez fundusze inwestycyjne. Warto jednak spojrzeć na to zjawisko nieco szerzej. Jak już wspomnieliśmy, duży wpływ na przyszłe stopy zwrotu ma sam ich poziom – a ten dla obligacji 10-cio letnich jest obecnie o ponad 1 punkt procentowy wyższy niż na początku roku.

Wykres 2 pokazuje zależność między poziomem rentowności indeksu obligacji skarbowych **FTSE Poland GBI** (obejmującego polskie skarbowe papiery wartościowe o terminie zapadalności od 1 do 3 lat) a stopą zwrotu osiągniętą w kolejnych 12 miesiącach, na podstawie wieloletnich danych historycznych. Zależność ta jest wyjątkowo silna – współczynnik determinacji R^2 wynosi blisko 69%, co oznacza, że sam poziom bieżącej rentowności tłumaczy większość osiąganego w przyszłości wyniku inwestycyjnego.

Wniosek płynący z tej zależności jest prosty: historycznie im wyższa rentowność portfela obligacji w indeksie, tym wyższa średnia stopa zwrotu osiągnięta w kolejnych 12 miesiącach. Widać to wyraźnie na przykładzie zaznaczonym na wykresie. Przy rentowności portfela obligacji na poziomie 3,84% (notowanej w październiku 2012 r.) inwestorzy kupujący w tym dniu portfel obligacji tworzący indeks zarobili w ciągu kolejnych 12 miesięcy 4,86%. To oczywiście nie jest reguła – mogli równie dobrze zarobić 8% lub zaledwie 1%, a nawet stracić na takiej inwestycji – ale statystycznie rzecz ujmując, oczekiwana stopa zwrotu jest zbliżona do rentowności portfela w momencie zakupu. Im wyższa rentowność obligacji, tym wyższa przeciętna stopa zwrotu z ich zakupu.



Wykres 2. Rentowność indeksu obligacji skarbowych oraz osiągnięta stopa zwrotu z inwestycji w ten indeks w kolejnym roku.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Bloomberg

Przekładając tę zależność na obecne poziomy rentowności polskich obligacji 10-letnich (ok. 6,15%), historyczny wzorzec wskazywałby na oczekiwaną stopę zwrotu w kolejnych 12 miesiącach rzędu 7–8%, czyli wyraźnie powyżej długoterminowej średniej. Trzeba oczywiście zaznaczyć, że powyższa zależność ma charakter statystyczny i nie stanowi gwarancji realizacji takiego scenariusza. Widoczny na wykresie rozrzut wokół linii trendu (szczególnie w środkowym przedziale rentowności) pokazuje, że na wynik wpływają też inne czynniki, takie jak tempo zmian stóp procentowych czy sentyment rynkowy. Niemniej, kierunek zależności jest bardzo wyraźny, potwierdzony na przestrzeni wielu cykli rynkowych i uzasadniony samą matematyką finansową oraz konstrukcją instrumentu, jakim jest obligacja.

Dodatkowo, jeśli w kolejnych kwartałach presja inflacyjna zacznie słabnąć, rentowności mogą zacząć się obniżać, co przełożyłoby się na wzrost cen posiadanych obligacji i dodatkowy zysk kapitałowy ponad samą rentowność. Innymi słowy, obecna przecena – choć dziś nieprzyjemna z perspektywy wyceny portfela – tworzy znacznie lepszy punkt wejścia niż ten sprzed kilku miesięcy, gdy rentowność 10-letnich obligacji skarbowych oscylowała wokół 5%.



Warto również spojrzeć na obecną sytuację z odpowiednim dystansem. Podwyższona zmienność na rynku obligacji nie jest zjawiskiem nowym – rynki dłużne wielokrotnie przechodziły już przez podobne okresy niepewności, po których następowała stabilizacja i powrót do normalnych warunków. Widać to chociażby na Wykresie 1.

Obecne poziomy rentowności, choć wywołują dziś przejściowy dyskomfort związany z wyceną portfeli, w praktyce oznaczają wyższy potencjał zysku dla inwestorów decydujących się na zaangażowanie kapitału w najbliższych kwartałach. Historia rynku uczy, że w takich momentach to cierpliwość, a nie panika, była dotychczas najlepiej wynagradzana.

Zespół Departamentu Zarządzania Aktywami

Alior TFI S.A.

Informacja prawna

Inwestycje w jednostki uczestnictwa Subfunduszy ALIOR SFIO obarczone są ryzykiem, a uczestnik Subfunduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Korzyściom wynikającym z inwestowania środków w jednostki uczestnictwa Subfunduszu towarzyszą również ryzyka, m.in. takie jak: ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji, wystąpienia okoliczności, na które uczestnik funduszu nie ma wpływu, np. ryzyko operacyjne, ryzyko inflacji, płynności lokat a także ryzyko związane ze zmianami regulacji prawnych, jak również ryzyko likwidacji funduszu (Subfunduszu). Wśród ryzyk związanych z inwestowaniem należy zwrócić szczególną uwagę na ryzyka dotyczące polityki inwestycyjnej Subfunduszu, w tym m.in.: rynkowe, stóp procentowych, kredytowe, instrumentów pochodnych, ryzyko koncentracji, jak również rozliczenia. Szczegółowy opis czynników ryzyka znajduje się w Prospekcie Informacyjnym ALIOR SFIO.

Niniejszy materiał został przygotowany przez Alior Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (Alior TFI). Jest to informacja reklamowa. Informacje i dane zawarte w tym materiale są udostępniane tylko i wyłącznie w celach informacyjnych i reklamowych. Niniejsza publikacja nie stanowi porady inwestycyjnej, rekomendacji i/lub oferty zakupu lub sprzedaży instrumentu finansowego, jak również nie należy traktować jej jako oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks Cywilny. Publikacja ta nie jest również dokumentem informacyjnym wymaganym na mocy przepisów prawa i nie zawiera informacji wystarczających do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

Inwestycja wiąże się z nabyciem jednostek uczestnictwa Subfunduszu, a nie aktywów będących jego własnością.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych Alior TFI lub źródeł zewnętrznych, które Alior TFI S.A. analizując z najwyższą starannością uznaje za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one w pełni wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ich autorów i są wyrazem ich najlepszej wiedzy,

Alior Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., ul. Chmielna 69, 00-801 Warszawa
T: +48 22 463 8888, F: +48 22 463 8889, E: biuro@aliortfi.com, W: www.aliortfi.com

Zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy
XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego

KRS: 0000350402, REGON: 142296921, NIP: 108-000-87-99
Kapitał zakładowy: 1 859 334,40 zł w pełni opłacony



umiejętności oraz poglądów. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. Autorzy materiału ani Alior TFI nie ponoszą odpowiedzialności za kompletność i prawdziwość danych zawartych w materiale, jak również za wszelkie ewentualne szkody powstałe w wyniku wykorzystania informacji zawartych w niniejszym materiale. W przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z Alior TFI celem potwierdzenia aktualności przedstawionych informacji. Odpowiedzialność za decyzje podjęte wyłącznie na podstawie niniejszego materiału ponoszą jego odbiorcy.

Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi danego Subfunduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez dany Subfundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji w dany Subfundusz. Wartość aktywów netto Subfunduszy może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfela inwestycyjnego i stosowane techniki zarządzania.

Przedstawione wyniki mają charakter historyczny (źródło: Alior TFI). Wyniki osiągnięte w przeszłości nie przewidują przyszłych zwrotów. Towarzystwo i ALIOR SFIO nie gwarantują osiągnięcia założonych celów inwestycyjnych ani uzyskania określonych wyników w przyszłości. Wyniki nie uwzględniają opłaty manipulacyjnej lub innych ewentualnych opłat.

Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z informacjami dotyczącymi ALIOR SFIO i danego Subfunduszu, w tym z polityką inwestycyjną danego Subfunduszu, uprawnieniami uczestników, opłatami i kosztami obciążającymi aktywa danego Subfunduszu oraz z informacjami o ryzyku inwestycyjnym danego Subfunduszu, zawartymi w Prospekcie Informacyjnym ALIOR SFIO, Tabeli Opłat oraz w Dokumencie zawierającym kluczowe informacje (KID). Tabela Opłat znajduje się na stronie www.aliortfi.com. Prospekt Informacyjny oraz KID sporządzone w języku polskim dostępne są w siedzibie Alior TFI, u Dystrybutorów oraz na stronie internetowej <https://www.aliortfi.com/dokumenty.html> w odpowiedniej zakładce.

Na zasadach określonych w statucie ALIOR SFIO, subfundusze mogą inwestować więcej niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczone przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, a niektóre z subfunduszy również w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczone także przez rząd Stanów Zjednoczonych Ameryki, Bank Rezerwy Federalnej (FED), państwo członkowskie Unii Europejskiej lub Europejski Bank Centralny.

Alior TFI posiada zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na prowadzenie działalności.

Alior Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Chmielna 69, 00-801 Warszawa, zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego KRS 0000350402, NIP 1080008799, kapitał zakładowy 1.859.334,40 zł wpłacony w całości.