

Obligacje długoterminowe na wzrostowej fali

Materiał dla klientów



Gospodarczy „sweet spot”, tj. perspektywa dalszego spadku inflacji w Polsce przy umiarkowanym wzroście gospodarczym, oraz dalsze obniżanie stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej – to sprzyjające środowisko dla długoterminowych obligacji skarbowych.

- **Dlaczego uważamy, że otoczenie gospodarcze i rynkowe sprzyja krajowym obligacjom?**
- **Jak nisko mogą spaść stopy procentowe w Polsce?**
- **Jakie stopy zwrotu z funduszy obligacyjnych są w zasięgu?**

Fundusze obligacji mają za sobą dwa dobre lata. Ten rok również sprzyja krajowym obligacjom skarbowym o stałym oprocentowaniu. Największy potencjał identyfikujemy w papierach o większej wrażliwości na zmiany stóp procentowych, tj. średnio- i długoterminowych. To właśnie fundusze, które w nie inwestują – papierów dłużnych polskich skarbowych wg klasyfikacji Analiz Online – mają szansę błyszczeć w najbliższych kwartałach.

TBSP.Index na szczytach, ale wciąż z potencjałem



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane Bloomberg.

Obligacje długoterminowe, czyli...

Na początek trochę teorii. Określenie „długoterminowe” czy „krótkoterminowe” odnosi się do terminu zapadalności danej obligacji, tj. dnia, w którym emitent obligacji wykupuje obligacje – zwracając inwestorowi pożyczony kapitał i wypłacając ostatnią „ratę” odsetek. To, kiedy to nastąpi, określa tzw. duracja.

„Duracja” (ang. duration) to średni czas trwania obligacji, czyli innymi słowy średni ważony okres oczekiwania na wpływ środków pieniężnych z obligacji – przede wszystkim z odsetek wypłacanych inwestorowi przez emitenta. Parametr ten jest istotny dla inwestorów, którzy kupują obligacje detaliczne i planują trzymać je do wykupu przez emitenta (np. Skarb Państwa).

Przykład: duracja obligacji na poziomie 6 oznacza, że czas oczekiwania na przepływ środków pieniężnych z inwestycji wynosi 6 lat.

Podział obligacji ze względu na termin zapadalności (okres do wykupu)

Obligacje krótkoterminowe	Wykup powinien nastąpić w ciągu roku
Obligacje średnioterminowe	Wykup od 1 roku do 5 lat
Obligacje długoterminowe	Wykup po okresie dłuższym niż 5 lat

Dla inwestora posiadającego kapitał w funduszu obligacyjnym, który na bieżąco musi uwzględniać rynkową wartość danej obligacji, najważniejsza jest „duracja zmodyfikowana” (ang. modified duration). Mierzy ona wrażliwość funduszu, na zmiany stóp procentowych Narodowego Banku Polskiego i rynkowych stóp procentowych. Jej wartość jest wypadkową średniego czasu do wykupu wszystkich obligacji w portfelu oraz udziału w nim obligacji stało- oraz zmiennokuponowych.

TBSP.Index (Treasury Bond Spot Poland)

Najważniejszy indeks obligacji skarbowych w Polsce i główny benchmark funduszy polskich obligacji. Uwzględnia zmiany kursów obligacji (ich rynkowych cen), wartości narosłych odsetek oraz dochody z reinwestycji kuponów odsetkowych. W jego skład wchodzi denominowane w PLN obligacje:

- stałokuponowe, których oprocentowanie jest stałe przez cały okres „życia” obligacji i znane z góry;
- zerokuponowe, których zysk jest uzależniony od tego, za ile inwestor kupił obligację (tj. o ile mniej zapłacił w stosunku do ich ceny nominalnej).

Wyższa duracja na większy „apetyt”

Na rynku istnieją fundusze obligacyjne o różnych strategiach. Na jednym biegunie mamy te bezpieczniejsze, które inwestują głównie w obligacje krótkoterminowe czy zmiennokuponowe. Cechują się niższą zmiennością (duracją), ale i niższym potencjałem. Na drugim biegunie znajdują się bohaterowie poniższego materiału, tj. fundusze obligacji długoterminowych. To strategie o zmodyfikowanej duracji sięgającej nawet 6-7, które mogą jednak redukować swoją wrażliwość na zmiany stóp procentowych w niesprzyjającym otoczeniu gospodarczym. Do tej grupy zalicza się m.in. PZU Papierów Dłużnych POLONEZ.

W zamian za większą wrażliwość na zmiany stóp procentowych fundusze obligacji długoterminowych oferują wyższy potencjał zysku wynikający z wyższych odsetek od obligacji (pożyczając Skarbowi Państwa pieniądze na dłuższy czas inwestorzy zwykle mogą liczyć na wyższą premię) oraz większego wzrostu cen obligacji na rynku w okresach hossy.

Potencjał obligacji skarbowych – skąd się bierze?

• Zmiana cen obligacji na rynku

Obligacje skarbowe znajdujące się w portfelach funduszy inwestycyjnych są przedmiotem obrotu na rynku. Ich ceny podlegają ciągłym wahaniom: gdy rentowności spadają w wyniku obniżek stóp procentowych NBP, ceny rosną (i odwrotnie). Dzieje się tak, bo „nowe” emisje obligacji będą oferowały niższe oprocentowanie, przez co atrakcyjność „starych”, lepiej oprocentowanych obligacji rośnie.

Zmodyfikowana duracja pokazuje, jak na zmianę rentowności (cen) może zareagować fundusz.

Przykładowo, jeśli wynosi ona 5, to zysk/strata funduszu przy zmianie rentowności obligacji o 1 pp. wyniesie 5%. W okresach obniżek stóp procentowych NBP obligacje o dłuższym okresie do wykupu – a tym samym fundusze obligacji długoterminowych – zyskują więcej.

• Rentowność obligacji

Poza stopą zwrotu wynikającą ze zmiany rynkowej ceny obligacji fundusz czerpie zyski z kuponu odsetkowego, czyli wynagrodzenia płaconego przez emitenta za pożyczony kapitał. Istotnym parametrem dla funduszu jest rentowność do wykupu (yield to maturity, YTM). Im wyższe oprocentowanie obligacji znajdujących się w portfelu, tym bardziej rentowny jest fundusz i tym wyższą stopę zwrotu może uzyskać.

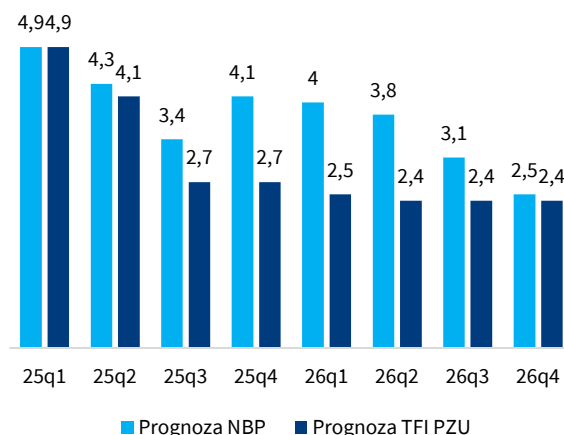
Jeśli inwestor kupi 10-letnią obligację Skarbu Państwa oprocentowaną na 5%, to każdego roku przez kolejnych dziesięć lat będzie otrzymywał odsetki w tej wysokości od zainwestowanej kwoty. Im mniej inwestor zapłacił za obligację, tym wyższą rentowność YTM (i zysk) otrzyma.



Spadająca inflacja sprzyja cięciom stóp przez RPP

Na początku II kwartału 2025 r. inflacji CPI w Polsce zaczęła spadać, a najnowsze prognozy wskazują na perspektywę kontynuacji tego ruchu w kolejnych kwartałach. Prognozowana ścieżka dla inflacji w Polsce przedstawiana przez NBP jest wciąż wyższa niż szacowana przez nas. **Prognozujemy, że już latem inflacja wejdzie w spektrum dopuszczalnych odchyleń od celu NBP, a przy braku istotnych zmian cen prądu, do końca 2025 r. inflacja powinna spaść poniżej 3%. Taki scenariusz wspiera ogłoszona niedawno przez URE obniżka cen gazu od lipca br.**

Prognozowane ścieżki dla inflacji: NBP vs. TFI PZU

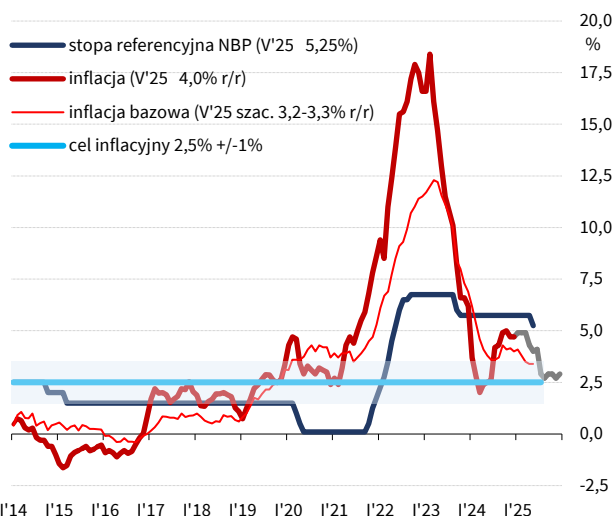


Źródło: opracowanie własne, dane NBP i TFI PZU (na 12.06.2025).

OTOCZENIE GOSPODARCZE I RYNKOWE

Od października 2023 r., przez półtora roku, stopy procentowe w Polsce pozostawały niezmiennic. Na posiedzeniu w maju 2025 r. – uwzględniając dane napływające z gospodarki i niższą inflację – Rada Polityki Pieniężnej (RPP) obniżyła wszystkie stopy procentowe NBP o 0,5 pkt proc., w tym referencyjną z 5,75% do 5,25%. Wygląda na to, że to dopiero początek.

Inflacja na tle głównej stopy procentowej w Polsce



Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane GUS, NBP (dane na 13.06.2025).

Inflacja (w tym bazowa, tj. z wyłączeniem cen energii i żywności, które są bardziej podatne na krótkoterminowe szoki) ma szansę się obniżyć ze względu na mocniejszego złotego, niższą od oczekiwań dynamikę konsumpcji i schłodzenie na rynku pracy. Ograniczeniu presji inflacyjnej w polskiej gospodarce sprzyjają mniejsze podwyżki płacy minimalnej, w „budżetówce” i dalsze obniżanie dynamiki wynagrodzeń, które powinno przyczynić się do ograniczenia inflacji cen usług.

Ponadto po majowym cięciu realna stopa procentowa (po odjęciu inflacji) wciąż jest dodatnia. W przypadku napływania sprzyjających danych z gospodarki w dalszej części 2025 r. zdecydowanie jest przestrzeń do kontynuacji obniżek.



Jak nisko mogą spaść stopy procentowe w Polsce?

Po tym, jak w kwietniu Rada Polityki Pieniężnej złagodziła swój ton, a prezes NBP ogłosił się „gotębem na czele gotębi”, otworzyła się droga do obniżek stóp procentowych. W czerwcu komunikacja prof. Adama Glapińskiego stała się bardziej wstrzemięźliwa. W obliczu spadającej inflacji i rosnącej realnej stopy procentowej w kolejnych miesiącach trudno będzie jednak uzasadnić brak cięć.

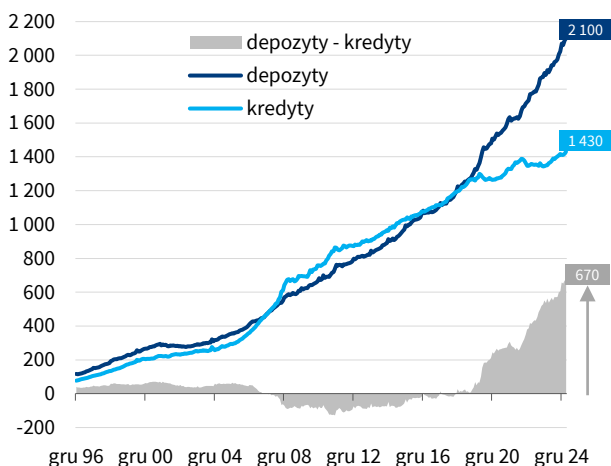
Oceniamy, że do końca tego roku jest przestrzeń do obniżenia stóp procentowych w Polsce o co najmniej 50 punktów bazowych. W 2026 r., wraz z dalszym spadkiem inflacji, główna stopa NBP ma szansę dotrzeć w okolice 3,5%, tj. poziomu o prawie 200 punktów bazowych niższego niż w maju. W takim scenariuszu obniżą się również rentowności obligacji skarbowych, co spowoduje wzrost cen papierów znajdujących się w portfelach funduszy inwestycyjnych.



Inne argumenty za polskimi obligacjami skarbowymi

Poza odpuszczającą inflacją warto wskazać, że finansowanie potrzeb pożyczkowych Polski na 2025 r. postępuje w miarę sprawnie. Na początku czerwca roczny plan został wykonany już w ponad 70%. Można też oczekiwać utrzymania się wysokiego popytu na polskie obligacje ze strony banków. Polacy odbudowujący oszczędności po okresie wysokiej inflacji nieprzerwanie zasilają banki świeżym kapitałem, a sprzedaż kredytów pozostaje relatywnie niska. **Rekordowa „nadpłytność”, najwyższa od grudnia 1996 r., pozwala bankom kupować obligacje skarbowe – co generuje popyt i wspiera ceny papierów skarbowych na rynku.**

Rekordowa nadpłytność sektora bankowego w Polsce (w mld zł)

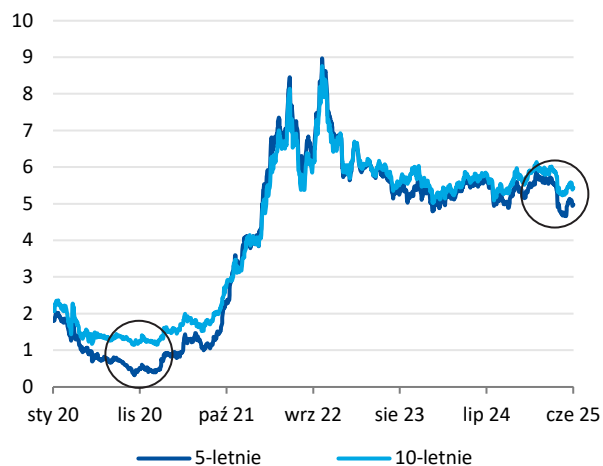


Źródło: opracowanie własne TFI PZU, dane NBP (na koniec marca 2025 r.).

ILE MOGĄ ZAROBIĆ FUNDUSZE POLSKICH OBLIGACJI?

W obecnym otoczeniu rynkowym obligacje średnio- i długoterminowe prezentują się zdecydowanie lepiej niż „krótsze” papiery. Naszym zdaniem dynamiczne spadki rentowności (wzrosty cen) obligacji m.in. 10-letnich, które miały miejsce na początku kwietnia, choć imponujące w swojej skali, nie uwzględniają jeszcze w znaczącym stopniu nadchodzących cięć stóp procentowych w Polsce.

Rentowność polskich obligacji skarbowych



Źródło: opracowanie własne TFI PZU; dane Bloomberg (na 3 czerwca 2025 r.).

W 2020 r. główna stopa procentowa w Polsce spadła prawie do zera, przez co obligacje „płaciły” minimalne odsetki. Na dodatek pandemia COVID-19, a później wojna w Ukrainie spowodowały wystrzał inflacji, zmuszając bank centralny do szybkiego zacieśniania polityki pieniężnej. **Obecnie sytuacja jest całkowicie odwrotna, a w latach 2025-2026 obligacje skarbowe powinny być napędzane dwoma silnikami.** Przed nami perspektywa cięć stóp procentowych w Polsce, co daje szansę na zarobek na wzroście rynkowych cen obligacji, a historycznie atrakcyjne bieżące rentowności w okolicach 5,0-5,5% dają „bufor”, gdyby RPP z jakiegoś powodu nie obniżyła stóp tak szybko, jak się tego oczekuje.

W scenariuszu realistyczno-optymistycznym szacujemy, że w perspektywie 12 miesięcy fundusze inwestujące w tym segmencie rynku mają szansę zarobić 7-12%.

Ostateczny rezultat konkretnego funduszu będzie oczywiście uzależniony od rozwoju sytuacji rynkowej oraz tego, jak zarządzający konkretnym funduszem „ułoży” portfel. W TFI PZU uważnie analizujemy atrakcyjność poszczególnych segmentów krajowych obligacji, szukając jak najatrakcyjniejszej rentowności w jak najlepszej cenie. Poza obligacjami statokuponowymi dodatkowej stopy zwrotu poszukujemy m.in. w obligacjach zmiennokuponowych (WZ), obligacjach inflacyjnych (IZ), obligacjach w walutach obcych z zabezpieczeniem ryzyka walutowego – oraz obligacjach korporacyjnych.

Co może pójść nie tak?

Głównym ryzykiem dla pozytywnego scenariusza dla funduszy obligacji w Polsce byłby nagły, nieoczekiwany wzrost inflacji, który zmusiłby RPP do dokonania dłuższej pauzy albo wręcz zawrócenia ze ścieżki obniżek stóp procentowych. Prawdopodobieństwo takiego scenariusza oceniamy jednak jako niskie. Lokalnym wyzwaniem jest luźna polityka fiskalna polskiego rządu, a wynik wyborów prezydenckich może dodatkowo utrudnić redukcję deficytu budżetowego. Większe wydatki rządowe oznaczają wyższą podaż obligacji, chociaż presja ta jest łagodzona poprzez emisje obligacji w walutach obcych (euroobligacji) oraz bonów skarbowych.

Globalnym zagrożeniem, nie tylko dla obligacji, ale i szerzej dla rynków finansowych, są między innymi trudne do oszacowania na ten moment skutki globalnej wojny handlowej. Równolegle w USA pogłębia się deficyt budżetowy, a według agencji Moody's (która ostatnio obniżyła rating kredytowy Stanów Zjednoczonych) do 2035 r. amerykański dług publiczny wzrośnie do 134% PKB z 98% w minionym roku – co wywiera presję m.in. na tamtejsze obligacje rządowe. W Europie z kolei ponownie mogą powrócić obawy związane ze wzrostem zadłużenia w celu finansowania inwestycji i wydatków zbrojeniowych. Poza okresowymi turbulencjami, jakie te wydarzenia mogą powodować na krajowym rynku, fundamentalnie polskie obligacje wyglądają zdecydowanie lepiej niż amerykańskie czy europejskie papiery rządowe.

Podsumowując: środowisko spadających stóp procentowych w Polsce sprzyja dalszemu wzrostowi cen krajowych obligacji. To powinno wspierać wyniki funduszy inwestujących w papiery skarbowe – szczególnie długoterminowe, do których zalicza się PZU Papierów Dłużnych POLONEZ. Równolegle spada WIBOR, co przeloży się negatywnie na oprocentowanie lokat bankowych. Możliwy jest więc dalszy przepływ kapitału do funduszy dłużnych, co powinno wspierać notowania obligacji.

NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz dokumentami zawierającymi kluczowe informacje (KID).

Inwestycje w fundusze inwestycyjne są obarczone ryzykiem inwestycyjnym. PZU FIO Parasolowy ani TFI PZU SA nie gwarantują, że zrealizujesz założony cel inwestycyjny lub uzyskasz określony wynik inwestycyjny. Należy liczyć się z możliwością utraty wpłaconych środków. Wyniki inwestycyjne, które Fundusz osiągnął w przeszłości, nie są gwarancją ani obietnicą, że Fundusz osiągnie określone wyniki w przyszłości.

Informacje o Funduszu oraz szczegółowy opis czynników ryzyka znajdziesz w prospekcie informacyjnym na pzu.pl. KID dostępne są w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa i na pzu.pl. Prospekt i KID są w języku polskim.

Subfundusz jest zarządzany aktywnie. Inwestycja wiąże się z nabyciem jednostek uczestnictwa Funduszu, a nie aktywów będących jego własnością.

Dane podane w materiale nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Nie mogą stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnych.

Wartość aktywów netto Subfunduszu (a tym samym wartość jednostki uczestnictwa) może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfela inwestycyjnego i stosowane techniki zarządzania.

Subfundusz może lokować powyżej 35% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski inne niż Rzeczypospolita Polska państwa członkowskie Unii Europejskiej lub należące do OECD: Australia, Austria, Belgia, Bułgaria, Chile, Chorwacja, Cypr, Czechy, Dania, Estonia, Finlandia, Francja, Grecja, Hiszpania, Holandia, Irlandia, Islandia, Izrael, Japonia, Kanada, Korea Południowa, Litwa, Luksemburg, Łotwa, Malta, Meksyk, Niemcy, Nowa Zelandia, Norwegia, Portugalia, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Stany Zjednoczone Ameryki Północnej, Szwecja, Szwajcaria, Turcja, Węgry, Wielka Brytania, Włochy, powiat lub gmina miasto stołeczne Warszawa, następujące międzynarodowe instytucje finansowe, której członkiem jest Rzeczypospolita Polska lub co najmniej jedno z państw członkowskich Unii Europejskiej: Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOR), Europejski Bank Inwestycyjny (EBI).

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy opartej na informacjach z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Prezentowane wyniki oparte są na historycznych danych dotyczących wyceny wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa i nie stanowią obietnicy na przyszłość. Indywidualna stopa zwrotu uczestnika z inwestycji jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia odkupienia przez fundusz, oraz wysokości opłat manipulacyjnych i podatków bezpośrednio obciążających dochód z inwestycji w fundusz, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych. Tabela opłat dostępna jest na stronie pzu.pl oraz w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa. Nominalna stopa zwrotu z inwestycji może być dodatnia, ale po uwzględnieniu inflacji realny zwrot z inwestycji może okazać się negatywny.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie go przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody TFI PZU SA lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Fundusze inwestycyjne zarządzane przez TFI PZU SA zostały utworzone i działają na podstawie prawa polskiego i są oferowane wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej. Ustawodawstwo innych państw może przewidywać dla swoich obywateli lub innych podmiotów podlegających ich ustawodawstwu ograniczenia możliwości inwestowania w fundusze. W związku z tym, TFI PZU SA informuje, że w przypadku rozpoczęcia oferowania funduszy za granicą, stosowna informacja zostanie zamieszczona na niniejszej stronie internetowej oraz w dokumentach na niej publikowanych.

Dystrybucja prospektów informacyjnych oraz oferowanie lub sprzedaż jednostek uczestnictwa może podlegać ograniczeniom w niektórych systemach prawnych. Osoby, które wejdą w posiadanie prospektu lub dokumentów zawierających kluczowe informacje któregośkolwiek funduszu powinny upewnić się, czy nie podlegają stosownym ograniczeniom w wyżej wymienionym zakresie. Nikt z otrzymujących kopię takiego prospektu lub dokumentu zawierającego kluczowe informacje w którejkolwiek z jurysdykcji nie powinien traktować prospektu jako oferty do złożenia zapisu z zastrzeżeniem, iż nie dotyczy to przypadków, gdy takie oferowanie może być uczynione zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa, bez konieczności rejestrowania papierów wartościowych w uprawnionych instytucjach. Osoby mające miejsce zamieszkania lub siedzibę poza Polską lub podlegające innej jurysdykcji powinny skontaktować się z doradcą prawnym przed podjęciem jakichkolwiek czynności związanych z produktami i usługami.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XIII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, pzu.pl