



Gdy kurz opadnie – perspektywy polskich obligacji okiem TFI PZU

wrzesień 2026 r.



INWESTYCJE

Na skutek konfliktu zbrojnego toczącego się na Bliskim Wschodzie rentowności obligacji na całym świecie wzrosły do poziomów niewidzianych od lat. Wielu inwestorów lokujących kapitał w funduszach obligacyjnych zaczęło zadawać sobie pytanie: czy trwająca od końca 2022 r. hossa na polskim rynku obligacji skarbowych – która wyniosła TBSP.Index na historyczne szczyty – dobiegła końca, czy to jedynie nieplanowany przystanek na drodze do dalszych wzrostów.



Źródło: opracowanie TFI PZU, dane Bloomberg (na 15.09.2026)

Na ostatnie wydarzenia warto spojrzeć chłodnym okiem. W komentarzu omawiamy mechanizm, który doprowadził do tego-rocznej przeceny obligacji skarbowych. Wyjaśniamy, dlaczego polski rynek mógł zareagować zbyt nerwowo. Odpowiadamy też na najważniejsze pytanie inwestorów: jakie perspektywy mają przed sobą fundusze obligacji krótko- i długoterminowych.

Część 1: Dlaczego ceny obligacji spadły?

Jednym z najważniejszych źródeł tegorocznych napięć na rynkach obligacji pozostaje konflikt na Bliskim Wschodzie, który rozpoczął się od amerykańsko-izraelskiego ataku na Iran na przełomie lutego i marca 2026 r. Tymczasowe porozumienie między Waszyngtonem a Teheranem, osiągnięte tuż przed wakacjami, okazało się krótkotrwałe. Konflikt rozgorzał na nowo, a napięcia zaczęły wykraczać poza rejon cieśniny Ormuz – jednego z najważniejszych szlaków transportu ropy naftowej na świecie.

We wrześniu do konfliktu włączyli się wspierani przez Iran rebelianci Huti. Zajęli oni port Mocha w Jemenie, zwiększając ryzyko zakłóceń żeglugi przez inną strategiczną cieśninę w regionie – Bab al-Mandab. Dodatkowo Arabia Saudyjska czasowo zamknęła rurociąg Wschód-Zachód, który częściowo łagodził skutki paraliżu transportu przez Ormuz.

Zakłócenia w dostawach surowców energetycznych oraz obawy o globalną podaż ropy naftowej i skroplonego gazu ziemnego (LNG) z rejonu Zatoki Perskiej szybko przełożyły się na wzrost ich cen. Baryłka ropy Brent ponownie mocno zdrożała, wracając do poziomów obserwowanych podczas pierwszej odłony amerykańsko-irańskiego konfliktu, a wcześniej notowanych po rosyjskiej agresji na Ukrainę w 2022 r. Dla konsumentów najbardziej odczuwalnym skutkiem były wyższe ceny paliw na stacjach benzynowych. Ropa może okresowo tanieć pod wpływem nadziei na deeskalację napięć na linii USA-Iran. Do czasu realnego przetomu oraz trwałego ograniczenia ryzyka dla transportu surowca przez Ormuz rynek

pozostanie jednak wyjątkowo podatny na nagłe zwroty akcji. **Na Starym Kontynencie sytuację dodatkowo komplikuje fakt, że Europa weszła w sezon grzewczy z poziomem zapasów gazu niższym od wieloletnich średnich, a ceny „błękitnego paliwa” na giełdzie w Amsterdamie niedawno dotarły w pobliże 80 EUR/MWh.** To ponad dwukrotnie więcej niż jeszcze przed ostatnią eskalacją napięć na Bliskim Wschodzie.

Ceny ropy naftowej i gazu najwyższe od 4 lat



Źródło: opracowanie TFI PZU na podstawie danych Refinitiv (na 15.09.2026)

Szok naftowy nie jest jedynym źródłem presji inflacyjnej na świecie. W Stanach Zjednoczonych wzrost cen napędza dobra koniunktura gospodarcza, w tym utrzymująca się siła popytu wewnętrznego – napędzanego przez konsumpcję prywatną i inwestycje w sztuczną inteligencję (AI). Wyższe ceny nie ostudziły apetytu Amerykanów. Wysokie tempo wydatków gospodarstw domowych wspierały m.in. bodźce fiskalne oraz sięganie po zgromadzone wcześniej oszczędności. Dodatkowym źródłem presji cenowej są rekordowe nakłady związane z rozwojem AI. Choć ekonomiści oceniają, że w długim terminie sztuczna inteligencja może działać dezinflacyjnie dzięki wzrostowi produktywności, obecnie wymaga gigantycznych inwestycji w centra danych, półprzewodniki, sprzęt komputerowy i infrastrukturę energetyczną. Przy ograniczonej podaży podnosi to ceny tych dóbr i usług. Jednocześnie amerykańskie koncerny technologiczne finansują część tych wydatków emisjami obligacji, konkurując o kapitał z rządem USA i zwiększając premię oczekiwaną przez inwestorów.

Od baryłki ropy do rentowności obligacji

Mechanizm transmisji szoku naftowego do obligacji

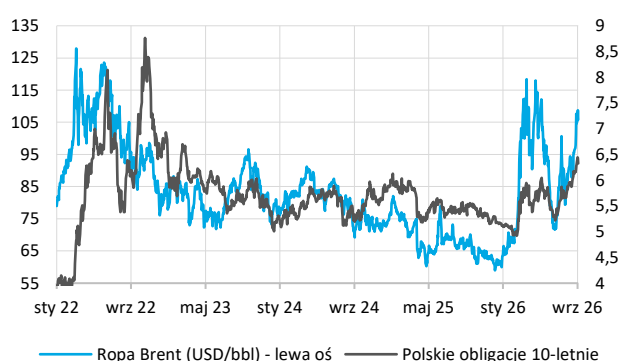
Konflikt na Bliskim Wschodzie → Droższa ropa naftowa i gaz ziemny (LNG) → Wzrost cen paliw i energii → Presja inflacyjna (wyższe koszty dla firm i ceny płacone przez konsumentów) → Banki centralne reagują podwyżkami stóp procentowych (albo rośnie ryzyko takich ruchów) → Rentowności obligacji idą w górę.

Wzrost cen ropy naftowej i gazu przekłada się na droższe paliwa (np. olej napędowy, benzyna) i energię, a te podnoszą koszty działalności firm. Z czasem część tych wydatków przenoszona jest na konsumentów w postaci wyższych cen towarów i usług. W Polsce – bo na krajowym rynku skupiamy się w tym komentarzu – było to dobrze widoczne w ostatnich odczytach zarówno inflacji CPI, jak i inflacji bazowej, czyli po wyłączeniu cen

żywności i energii. Szybko drożały zwłaszcza kategorie silnie powiązane z cenami paliw, takie jak bilety lotnicze, przewozy pasażerskie czy wycieczki zagraniczne. **Inwestorzy przestraszili się, że ten impuls ze strony cen rozleje się szerzej na gospodarkę, a utrwalenie się presji inflacyjnej wymusi na NBP podniesienie stóp procentowych.**

W Polsce, w przeciwieństwie do USA, gospodarka nie generuje obecnie istotnej presji inflacyjnej. Podobnie jak za oceanem mierzymy się jednak z rosnącym zadłużeniem publicznym. Według zaprezentowanego pod koniec sierpnia przez rząd projektu ustawy budżetowej na 2027 r. wydatki publiczne pozostają wysokie, co zgodnie z oficjalnymi prognozami ma skutkować deficytem sektora finansów publicznych rzędu 7,1% PKB. To oznacza wciąż wysokie potrzeby pożyczkowe budżetu, konieczność emisji kolejnych obligacji oraz rosnące koszty obsługi tego narastającego długu – wynikające z wyższych rentowności. Na plus warto wskazać, że potrzeby pożyczkowe brutto na ten rok zostały istotnie zrewidowane w dół (co oznacza, że rzeczywisty poziom finansowania budżetu jest wyższy względem tego wskazywanego w oficjalnych komunikatach). Do tego sprzedaż netto obligacji (SPW) zaplanowana na 2027 r. to 325,4 mld zł, czyli o 31 mld zł niższa niż przewidywana na ten rok.

Ruchy obligacji pod dyktando cen ropy naftowej



Źródło: opracowanie TFI PZU na podstawie danych Refinitiv (na 15.09.2026).

W wyniku splotu powyższych czynników inwestorzy zaczęli wymagać wyższego wynagrodzenia za finansowanie państwa, co przełożyło się na wyższe oprocentowanie nowych emisji obligacji skarbowych. To naturalnie obniżyło atrakcyjność notowanych już papierów o niższym kuponie (płacących niższe odsetki), przez co ich ceny spadły. Efekt ten natychmiast uwidocznił się w wycenach funduszy obligacyjnych, które na bieżąco odzwierciedlają zmiany wartości rynkowej posiadanych papierów.

To prowadzi do kluczowego pytania: czy skala tegorocznej przeceny polskich obligacji skarbowych jest uzasadniona?

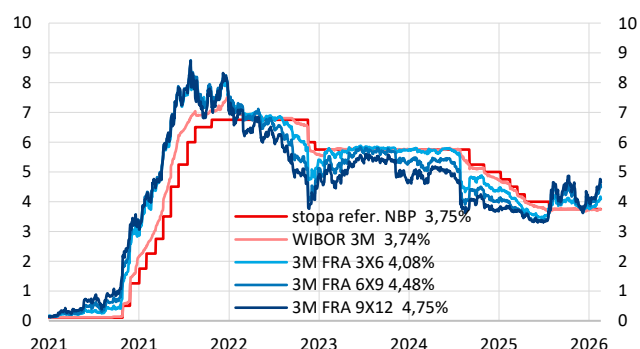
Część 2: Czy rynek nie przereagował?

W szczycie drugiej odłony globalnego szoku naftowego, w połowie września, rentowność polskich obligacji 10-letnich podniosła się do około 6,5%, czyli najwyższego od początku 2023 r. Zasadnicza różnica polega na tym, że ostatnio inflacja w Polsce wzrosła do niecałych 3,5% –

wówczas była dwucyfrowa. Z kolei główna stopa NBP obecnie wynosi 3,75%, podczas gdy trzy lata temu była dokładnie 3 punkty procentowe wyższa.

To oznacza, że inwestorzy zaczęli przewidywać wyższą, bardziej uporczywą inflację w Polsce w niedalekiej przyszłości – i wyceniać bardzo agresywną ścieżkę stóp procentowych. Swoją cegiełkę do tego dołożyła wrześniowa wypowiedź prezesa NBP, Adama Glapińskiego, która przywróciła do gry nieprawdopodobny do niedawna scenariusz podniesienia stóp w razie niekorzystnych odczytów inflacyjnych. Notowania kontraktów terminowych (FRA – forward rate agreement), które zaczęły wyceniać aż cztery podwyżki stóp procentowych po 0,25 pp. każda do końca przyszłego roku wydają się jednak przesadzone.

Rynek wycenia cztery podwyżki stóp w Polsce

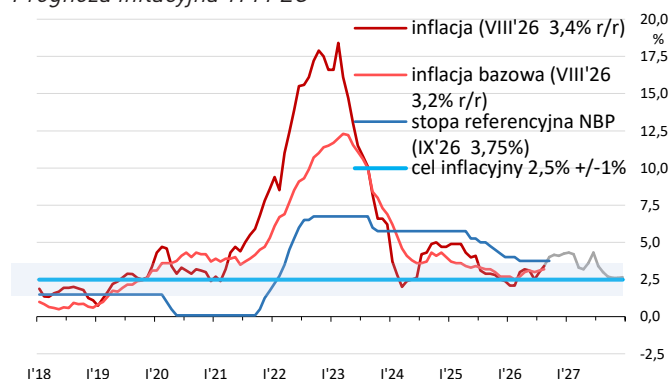


Źródło: opracowanie TFI PZU na podstawie danych Refinitiv (na 15.09.2026)

Perspektywy inflacji wg TFI PZU

Dlaczego uważamy, że rynek przereagował? Według naszych najnowszych szacunków inflacja CPI w Polsce jeszcze urośnie i już we wrześniu może sięgnąć 4% r/r. Do końca 2026 r. – jeżeli nie dojdzie do wyraźnej trwałej poprawy sytuacji na rynkach surowców energetycznych – okresowo może jeszcze podskoczyć. Na początku przyszłego roku pojawiają się spore wahania wynikające z efektów bazy, tj. dużych tegorocznych zmian cen paliw związanych z konfliktem w Zatoce Perskiej. **W drugiej połowie 2027 r. inflacja powinna jednak powrócić do przedziału 2,5-3,5% – pod warunkiem, że konflikt na Bliskim Wschodzie zostanie zakończony, a sytuacja w transporcie i dostępności towarów będzie się normalizowała.**

Prognoza inflacyjna TFI PZU



Źródło: opracowanie TFI PZU na podstawie danych własnych, GUS i NBP (na 15.09.2026)

Wobec dużej zmienności sytuacji na rynku surowcowym (ropa i paliwa) nasze szacunki inflacji CPI mogą się dynamicznie zmieniać. **O ile jednak nie dojdzie do gospodarczej katastrofy i jakiś „czarny łabędź” nie wyrzuci wszystkich obecnych założeń do góry nogami, to najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na drugą połowę 2027 r. jest... obniżka stóp procentowych.** Sporo będzie zależało od tempa (zakładanej) dezinflacji. W tym kontekście inwestorzy będą wypatrywać przyszłorocznych projekcji NBP, które rzucą na tę kwestię więcej światła.

Co może zaostriżyć stanowisko RPP?

Dla kształtowania się polityki pieniężnej kluczowe będzie źródło presji inflacyjnej. Jeśli krajową inflację będą podbijały wyłącznie droższe paliwa – co pozostaje poza sferą oddziaływania władz monetarnych – i pojedyncze kategorie koszyka bezpośrednio z nimi powiązane, to Rada Polityki Pieniężnej będzie mogła sobie pozwolić na przeczekanie szoku. **Optykę mogłoby zmienić dalsze „rozlewanie się” inflacji na gospodarkę.** Każdy kolejny miesiąc drogich paliw podnosi ryzyko efektów drugiej rundy, czyli wtórnego impulsu inflacyjnego mogącego zakotwiczyć wyższe ceny w gospodarce. Dlatego kluczowe dla rynku obligacji jest to: jak długo jeszcze potrwa paliwowy kryzys wywołany sytuacją na Bliskim Wschodzie.

Część 3: Dlaczego obligacje mogą zarabiać nawet bez wielkiego rajdu cenowego?

W naszej ocenie dużo złego jest już w cenach polskich obligacji, a po ostatniej przecenie wywołanej globalnym szokiem naftowym atrakcyjność krajowego długu skarbowego wręcz wzrosła. **Czy przekroczenie „magicznej” granicy 6% w przypadku obligacji 10-letnich to już okazja?** Odpowiedź jest bardziej złożona, ponieważ wymaga osadzenia tej wartości w szerszym kontekście: ryzyka inflacyjnego, fiskalnego i – zwłaszcza w przypadku funduszy *long duration* – ryzyka stopy procentowej. Wyższe rentowności niewątpliwie stanowią jednak lepszy punkt startowy dla inwestycji dla osób posiadających dłuższy horyzont inwestycyjny. Co więcej, premia oferowana przez polskie obligacje skarbowe jest dziś najwyższa od długiego czasu – obligacje nie muszą nawet mocno drożeć, aby zapewniać atrakcyjne wyniki inwestycyjne.

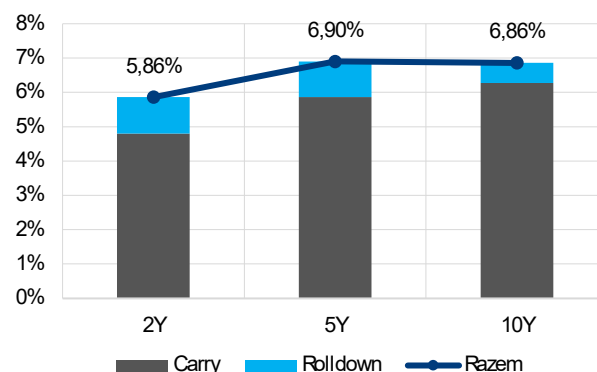
Oto najważniejsze argumenty przemawiające za funduszami polskich obligacji.

• Atrakcyjny dochód z trzymania obligacji (carry)

Wyższe rentowności obligacji oznaczają wyższy dochód odsetkowy, generowany z utrzymywania obligacji w portfelu przez określony czas, tzw. carry. Zarabianie na trzymania obligacji można porównać do kupna mieszkania na wynajem. Z jednej strony możemy zyskiwać na wzroście wartości nieruchomości (w przypadku obligacji – na wzroście cen w wyniku spadku rentowności). Jednak nawet jeśli ceny mieszkań pozostaną przez pewien czas stabilne (w przypadku obligacji – rentowności utrzymają się na obecnych poziomach), właściciel nadal otrzymuje czynsz. W przypadku obligacji takim odpowiednikiem czynszu jest bieżąca rentowność portfela.

Portfele obligacyjne będą też korzystać na zbliżaniu się obligacji do terminu zapadalności (rolldown).

Polskie obligacje: oczekiwane stopy zwrotu przy niezmienionej krzywej



Źródło: opracowanie TFI PZU na podstawie danych Refinitiv (na 15.09.2026)

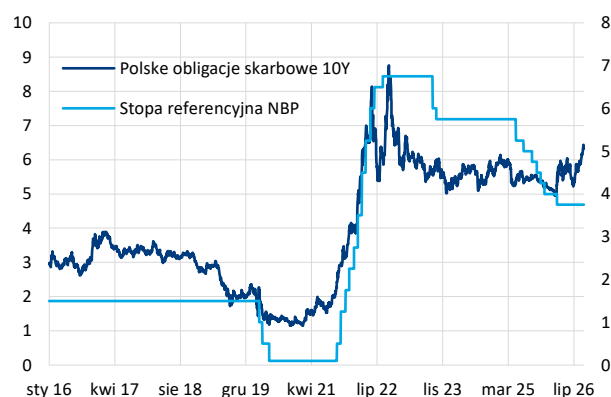
• Najwyższe rentowności od lat

Po ostatniej przecenie polskie obligacje oferują jedne z najwyższych dochodowości od lat. Dla papierów 10-letnich jest to wspomniane już ponad 6%. Warto tę wartość osadzić na szerszym tle. W szczycie ostatniej obligacyjnej bessy w październiku 2022 r., będącej następstwem pandemii COVID-19, a później wojny w Ukrainie, dochodowość dotarła w okolice 8,5%. Wcześniej rentowności długoterminowych obligacji Polski były tak wysokie w 2011 r., kiedy wybuchł kryzys zadłużeniowy w strefie euro – i w ciągu kolejnej dekady spadły do nieco ponad 1%.

• Premia względem stopy referencyjnej NBP

Premia rentowności polskich obligacji 10-letnich względem stopy referencyjnej NBP niedawno dotarła do ok. 2,7 pkt proc. – czyli najwyższego poziomu od początku 2016 r. i blisko trzykrotnie wyższego od średniej z ostatniej dekady wynoszącej niespełna 1 pkt proc. To oznacza, że inwestorzy są wynagradzani za utrzymywanie długoterminowych obligacji skarbowych znacznie hojniej względem kosztu pieniądza w gospodarce.

Obligacje długoterminowe: premia ponad główną stopę NBP (2016-2026)



Źródło: opracowanie TFI PZU na podstawie danych Refinitiv (na 15.09.2026).

- **Solidna premia terminowa**

Polska krzywa jest nachylona pozytywnie, tj. obligacje długoterminowe „płacą” więcej niż papiery o krótszych terminach zapadalności. Dla inwestora oznacza to dodatkową premię za ryzyko. Różnica w rentowności pomiędzy obligacją 10-letnią a 2-letnią we wrześniu wynosiła ok. 1,5 pp.

- **Aktywne zarządzanie i zyskowe dodatki do portfela obligacji**

Zarządzający funduszami obligacji aktywnie dostosowują wrażliwość funduszu (durację) do przewidywanych zmian w otoczeniu rynkowym i mają do dyspozycji szersze instrumentarium poza analizowanymi w tym materiale skarbowymi obligacjami statokuponowymi.

Dodatkową stopę zwrotu mogą przynosić między innymi obligacje zmiennokuponowe (WZ), których wyceny powinny być wspierane przez wysoką nadpłynność w sektorze bankowym. W środowisku podwyższonej niepewności płacona przez nie premia ponad stawkę WIBOR czyni je wartościowym elementem portfeli obligacyjnych. W okresach podwyższonej inflacji stabilizująco na portfel mogą natomiast działać obligacje inflacyjne (IZ).

Premia oferowana przez pięcioletnie obligacje zmiennokuponowe ponad WIBOR 6M



Źródło: opracowanie TFI PZU na podstawie danych Bloomberg.

Naszym zdaniem warto również pamiętać o czynniku globalnym. Cykl podwyżek stóp procentowych w strefie euro najprawdopodobniej będzie szybki i zdecydowany – do połowy 2027 r. rynek wycenia jeszcze trzy podwyżki, w tym stopy depozytowej do 3,25%. Wrześniowa podwyżka w wykonaniu Fed w zestawieniu z nowymi prognozami przedstawionymi przez członków komitetu stanowi preludium do dalszego zacieśniania polityki w USA – tu także inwestorzy wyceniają jeszcze trzy podwyżki, czyli więcej niż sam bank centralny. Wyższe realne stopy (ponad inflację) powinny przyhamować gospodarkę. To powinno ograniczyć presję inflacyjną – wspierając obligacje. **W tym otoczeniu, jeśli w Polsce podążymy nakreśloną wcześniej ścieżką, a cel inflacyjny NBP ponownie zacznie wyłaniać się na horyzoncie, to z czasem inwestorzy powinni zacząć wycofywać się z „kasandrycznych” oczekiwań na podwyżki stóp – co historycznie sprzyjało obligacjom.**

Ile mogą zarobić fundusze obligacji? Oto nasz scenariusz bazowy

W naszym podstawowym scenariuszu, który określilibyśmy jako „konserwatywny”, w perspektywie najbliższego roku, czyli do końca września 2027 r., zakładamy uspokojenie i lekką poprawę nastrojów na rynku obligacji w Polsce. Zakładane przez nas delikatne (rzędu kilku dziesiątych pkt proc.) obniżenie rentowności obligacji skarbowych z dzisiejszych poziomów w połączeniu z atrakcyjną rentownością – stanowiącą bufor na okoliczność rynkowych wahań – powinno wspierać wyniki funduszy dłużnych.

Nasze przewidywania stóp zwrotu z funduszy obligacji na kolejne 12 miesięcy są następujące:

- Dla funduszy obligacji skarbowych krótkoterminowych: ok. 7%
- Dla funduszy obligacji skarbowych długoterminowych: 8-9%
- Ponadto: potencjał wynikowy funduszy polskich obligacji korporacyjnych szacujemy na ok. 5-6%, czyli WIBOR +200 pb.

W odniesieniu do funduszy inwestujących w obligacje przedsiębiorstw kluczowe jest to, że kondycja finansowa emitentów jest bardzo dobra, dynamika wzrostu PKB ogranicza ryzyko niewypłacalności, a główną kwestią pozostają relatywnie niskie już marże oferowane przez emitentów wynikające z dużego popytu na dług korporacyjny.

We wszystkich kategoriach funduszy obligacyjnych prognozujemy wyniki powyżej inflacji i średniego oprocentowania lokat bankowych. Według danych NBP średnie oprocentowanie nowych i renegocjowanych umów złotych wynosiło na koniec lipca ok. 3%.

Podsumowanie

Sytuacja na Bliskim Wschodzie najprawdopodobniej jeszcze przez dłuższy czas pozostanie źródłem niepewności, inflacja w Polsce (podobnie jak na świecie) jeszcze przez pewien czas może być podwyższona, a sytuacja fiskalna wymaga obserwacji. O ile ryzyka nie znikną nagle, jak za dotknięciem magicznej różdżki, to uważamy, że obecne wyceny polskich obligacji uwzględniają już znaczną część tych zagrożeń. I choć w krótkim terminie na rynkach finansowych może „bujać”, to w dłuższym terminie obecną sytuację rozpatrujemy w kategorii inwestycyjnej szansy.

NOTA PRAWNA

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

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.

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 informacjami 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.

Wskazywane w materiałach wartości mają walor historyczny i nie stanowią podstawy do przewidywania i szacunków przyszłych wartości oraz nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, a inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. 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 jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, 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, in.pzu.pl