



25 lipca 2025 r.

Czas zbierania plonów trwa

Podsumowanie I półrocza 2025 r.
na rynku obligacji

Informacja reklamowa. Inwestowanie wiąże się z ryzykiem. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnych, zapoznaj się z prospektem informacyjnym funduszu.

 **Santander**
Fundusze Inwestycyjne

I półrocze 2025 r. na rynku długu

Pierwsze półrocze obfitowało w trudne do przewidzenia wydarzenia. Styl prowadzenia polityki przez Donalda Trumpa, napięcia na Bliskim Wschodzie, a lokalnie zmienna komunikacja NBP zbudowały atmosferę niepewności. **Rynek obligacji zaskoczył spokojem, który przewyższył oczekiwania wielu analityków.** Banki centralne utrzymywały ostrożną postawę w zakresie polityki monetarnej – unikały zbyt szybkiego luzowania. Mimo to rentowności obligacji spadły (ceny obligacji rosty), szczególnie na rynkach amerykańskim i polskim. Dodatkowo, **rynek kredytowy wykazał się większą odpornością, niż wcześniej zakładano, co przełożyło się na zawężenie spreadów kredytowych oraz poprawę warunków finansowania dla przedsiębiorstw.**

Skąd się wzięły
dobre wyniki
funduszy dłużnych?

Pierwsza połowa roku była bardzo udana dla polskich obligacji skarbowych. Obligacje zmiennokuponowe (oparte o stawkę WIBOR) utrzymały dobre tempo wzrostu odnotowane w drugim półroczu 2024 r. – ich indeks wzrósł o 2,8%. Obligacje statokuponowe zyskiwały dodatkowo dzięki dwóm obniżkom stóp procentowych (w sumie o 0,75 p.p.). W rezultacie indeks ICE BofA Poland Government Index wzrósł o blisko 5%. W szerszym ujęciu polskie obligacje zyskiwały wraz z innymi rynkami wschodzącymi, które były wspierane przez słabego dolara. Wśród czynników lokalnych największe znaczenie miała niższa od oczekiwań ścieżka inflacji.

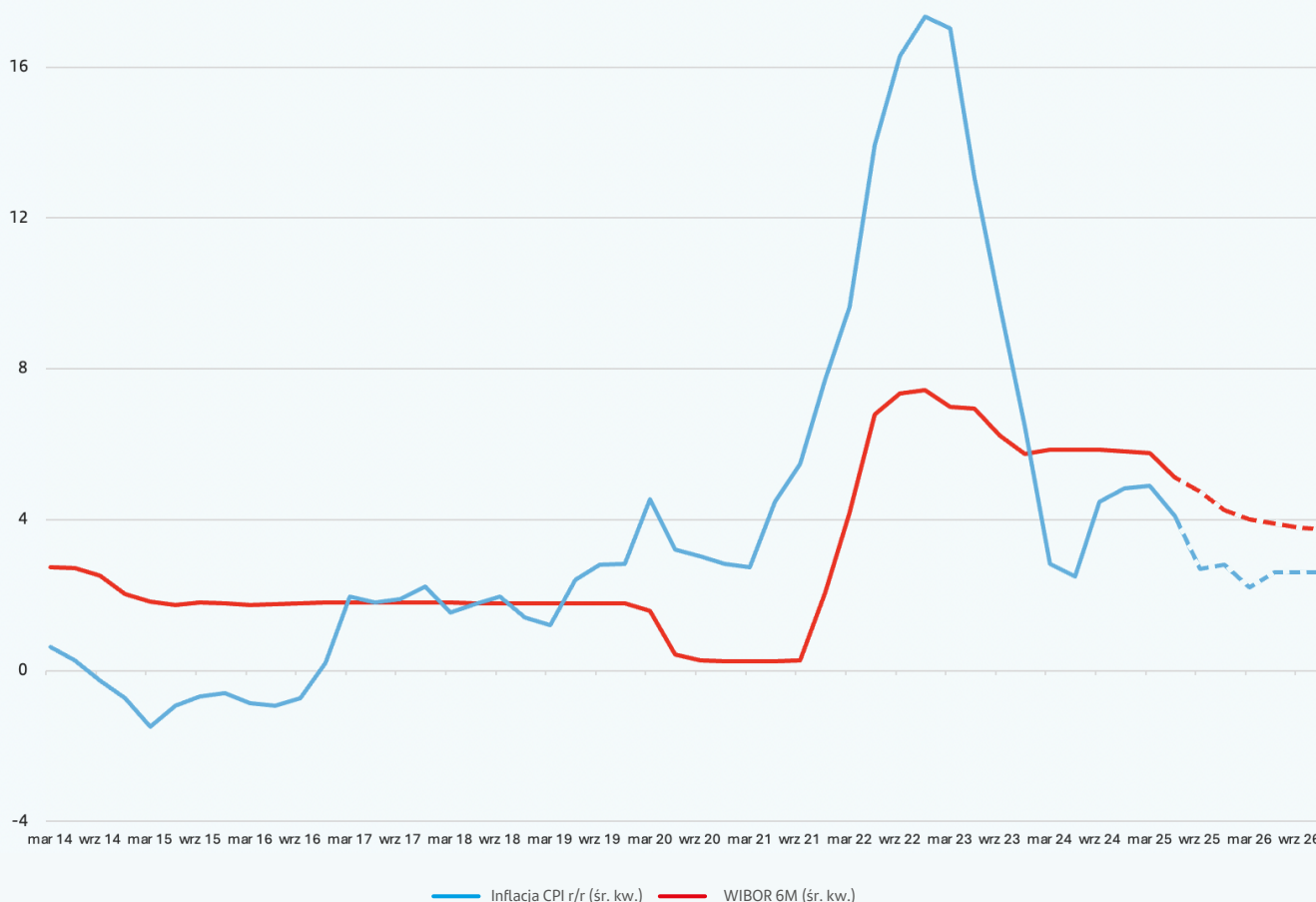
Czy polskie obligacje
mają jeszcze
„paliwo do
wzrostów”?

Uważamy, że polskie obligacje skarbowe w dalszym ciągu posiadają atrakcyjny stosunek oczekiwanego zysku do ryzyka. W outlooku rynkowym z początku roku pt. *Czas uwolnić potencjał*, pisaliśmy, że wysokie stopy procentowe są dobre dla funduszy dłużnych. Po dwóch „dostosowaniach” poziom stóp jest w dalszym ciągu zbyt wysoki w odniesieniu do oczekiwanych spadków inflacji. **Ożywienie gospodarcze w Polsce postępuje, ale jest powolne i nie powoduje istotnych nierównowag.** Po okresie szoków cenowych, a następnie nadganiania płac jesteśmy w fazie umiarkowanego wzrostu realnego funduszu płac (sumy pobieranych w gospodarce wynagrodzeń z uwzględnieniem inflacji). Niepewność związana z wojnami handlowymi działa negatywnie na globalny wzrost PKB i w ramach rozpatrywania otoczenia zewnętrznego równowagę oczekiwane pobudzenie gospodarki UE związane z wydatkami na obronność i infrastrukturę. **Dzięki ostrożnym bankom centralnym inwestorzy mogą dłużej korzystać z podwyższonych stóp procentowych, które przewyższają inflację i dodatkowo stanowią bufor bezpieczeństwa na ewentualne trudniejsze dla gospodarki czasy.**

Czy RPP nie
przeszkodzi
obligacjom
skarbowym?

Sygnały płynące z RPP w ciągu ostatniego półrocza były zmienne i niejednoznaczne. Obie obniżki stóp zaskoczyły rynki i chyba samą Radę, która jeszcze pod koniec zeszłego roku obawiała się dużo wyższej ścieżki inflacji. Z tego względu w horyzoncie kolejnych posiedzeń to dane makroekonomiczne będą miały największy wpływ na bieżące wyceny obligacji skarbowych. **W perspektywie średnioterminowej rynki i większość głosów z RPP są zgodne – stopy procentowe powinny być niższe.** O ile zatem trudna do przewidzenia komunikacja RPP podnosi zmienność obligacji skarbowych, o tyle kierunek polityki pieniężnej wydaje się jasny i spójny z wycenianym przez rynek poziomem stopy docelowej w przedziale 3,5-4%.

Stopy realne wciąż są na plusie



Źródło: obliczenia własne, Santander Bank Polska

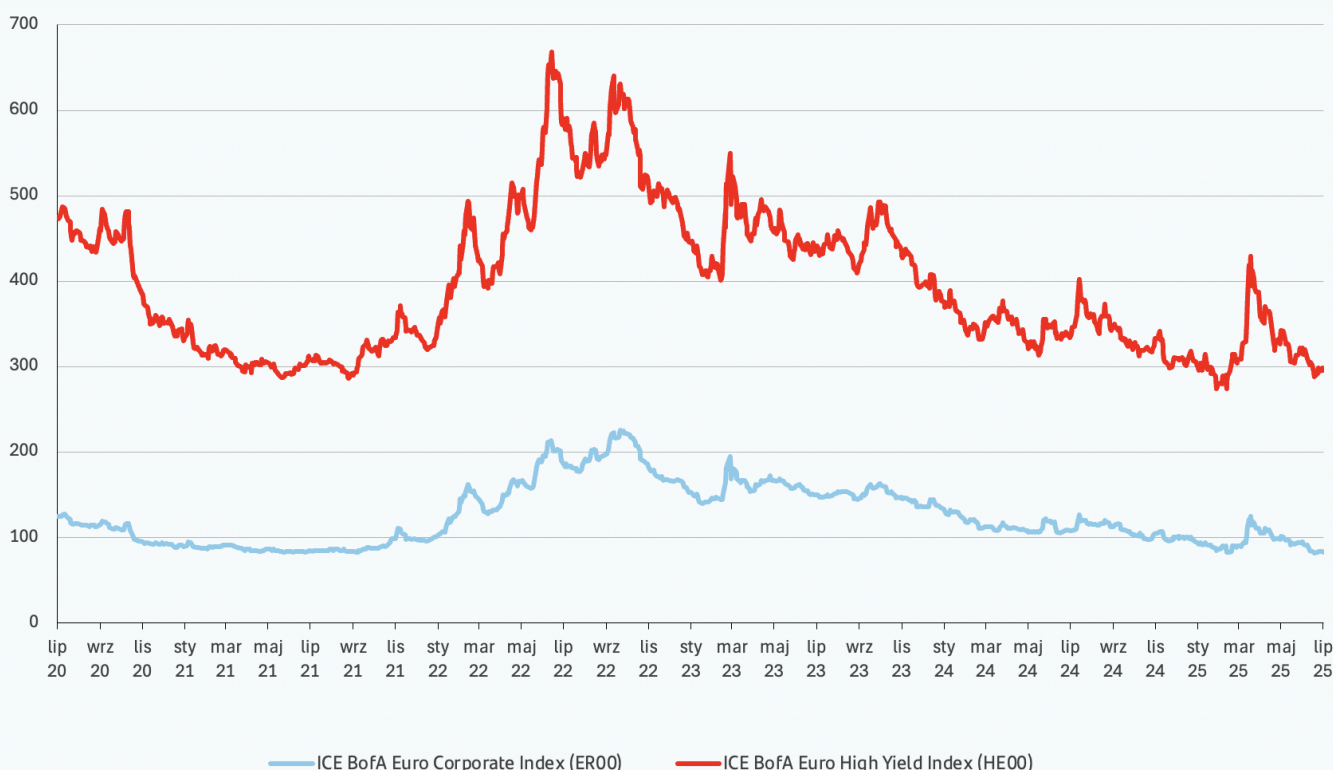
Który segment długu skarbowego jest obecnie atrakcyjny?

Segment, który w najmniejszym stopniu reagował na obniżki stóp procentowych w tym roku to obligacje o najdłuższych terminach zapadalności, czyli ok. 10-letnie. Wynika to z obaw zarówno o poziom stóp procentowych w kolejnym cyklu gospodarczym (za 4-5 lat i później) jak i o pogarszające się perspektywy fiskalne (udział długu publicznego w stosunku do PKB już wkrótce może przekroczyć 60%). W rezultacie rentowność długich obligacji znajduje się w okolicach 5,5% i przewyższa obecny poziom stopy referencyjnej NBP o ok. 50 p.b., a stopy 6-miesięcznego WIBOR o 70 p.b. Z jednej strony zapewnia to atrakcyjną bieżącą rentowność, z drugiej daje opcję na silniejszy wzrost ceny w scenariuszu spadku napięć geopolitycznych. Podobny mechanizm występuje dla średnioterminowych obligacji zmiennokuponowych, których premia za ryzyko pozostaje podwyższona. **Choć kolejne kupony obligacji zależnych od WIBORu będą coraz niższe to obecna premia stanowi rodzaj poduszki dla rentowności portfeli funduszy dłużnych krótkoterminowych.**

Czego można się spodziewać po obligacjach korporacyjnych?

W I pierwszym półroczu europejski rynek obligacji korporacyjnych wykazał się dużą odpornością na liczne zawirowania geopolityczne. Marże kredytowe utrzymały się na poziomach bliskich kilkuletnim minimom. Czynniki wspierające notowania długu korporacyjnego były wysokie na tle historycznym rentowności przy niższym ryzyku stopy procentowej oraz solidne fundamenty emitentów. Utrzymujący się wzrost gospodarczy w strefie euro, choć przytłumiony, również przyczynił się do wysokiego popytu na obligacje przedsiębiorstw. W kolejnych miesiącach sytuacja na rynku nie powinna ulec pogorszeniu, a ryzyka dla wzrostu gospodarczego związane z polityką handlową USA mogą być częściowo łagodzone przez luźniejszą politykę fiskalną w Unii Europejskiej. Niski poziom marż kredytowych i tym samym dosyć wymagające wyceny oznaczają jednak, że oczekiwane stopy zwrotu w II półroczu będą zbliżone do tych odnotowanych w pierwszych 6. miesiącach roku.

Marże kredytowe ponad obligacje skarbowe blisko minimów



Źródło: Opracowanie własne Santander TFI

Jakie są zagrożenia dla rynku długu?

Na wszystkich rynkach finansowych utrzymuje się obecnie niepewność związana z zakłóceniami w handlu międzynarodowym, którego dotychczasowe zasady podważa USA. Dla rynku długu najistotniejsze jest ustalenie jaki wpływ na inflację w poszczególnych regionach będą miały nowe cła, czy wzrosty cen będą miały jednorazowy czy trwały charakter i jak zareaguje na nie gospodarka. Choć USA nie są głównym partnerem handlowym Polski, lokalny rynek będzie reagował na napływające informacje z frontu wojen handlowych, co może powodować trudną do przewidzenia zmienność obligacji.

Kolejnym ryzykiem, z którym będziemy mierzyć się niebawem jest projekt budżetu na 2026 r. i plany fiskalne na kolejne lata. Dotychczasowa ścieżka deficytu budżetowego w Polsce okazała się wyższa od oczekiwań. Brak jest też wyraźnych działań, które miałyby na celu powrót do konsolidacji budżetowej i bardziej zrównoważonego poziomu zadłużenia. Obecny stan finansów kraju jest już uwzględniony w premii za ryzyko dla Polski, jednak potencjalne nowe impulsy fiskalne (np. podniesienie kwoty wolnej od podatku) negatywnie odbiją się szczególnie na cenach obligacji długoterminowych.

Podsumowanie

Po burzliwych czasach najpierw wysokiej, a potem lepkiej inflacji powracamy do czasów, w których wzrosty cen są umiarkowane i nie wywołują już takich emocji. Niepewność gospodarcza związana z cłami handlowymi skutecznie chłodzi nastroje i ogranicza wzrost PKB dzięki czemu spada ryzyko narastania nierównowag. Stopy procentowe spadły, ale znajdują się istotnie powyżej poziomów z poprzedniej dekady. **Z punktu widzenia konserwatywnego inwestora są to bardzo dobre warunki dla inwestycji w obligacje, które już kolejne kwartały chronią przed inflacją.**

Materiał jest prezentowany w celach marketingowych, nie stanowi umowy ani nie jest dokumentem informacyjnym wymagany na mocy przepisów prawa. Materiał nie powinien być wyłączną podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Wartość aktywów netto niektórych subfunduszy funduszy Santander może charakteryzować się dużą zmiennością, która wynika ze składu portfela lub z przyjętej techniki zarządzania portfelem. Niektóre subfundusze mogą inwestować więcej niż 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, gwarantowane lub poręczane przez Skarb Państwa lub NBP.

Korzyściom wynikającym z inwestowania w jednostki uczestnictwa towarzyszą również ryzyka. Opis czynników ryzyka, dane finansowe oraz informacje na temat opłat znajdują się w prospektach informacyjnych, dokumentach zawierających kluczowe informacje oraz tabelach opłat dostępnych w języku polskim na www.santander.pl/TFI/dokumenty i u dystrybutorów funduszy Santander. Streszczenie praw inwestorów znajduje się w prospekcie informacyjnym (Rozdział III, pkt 4).

Fundusze nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego, a przyszłe wyniki podlegają opodatkowaniu, które zależy od sytuacji osobistej każdego inwestora i które może ulec zmianie w przyszłości. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej uczestnik powinien wziąć pod uwagę opłaty związane z subfunduszem oraz uwzględnić ewentualne opodatkowanie zysku. Uczestnik musi liczyć się z możliwością straty przynajmniej części wpłaconych środków. Inwestując w fundusze inwestycyjne uczestnik nabywa jednostki uczestnictwa tych funduszy, a nie aktywa bazowe będące przedmiotem inwestycji samego funduszu.

Niniejszy dokument nie może być kopiowany, cytowany lub rozpowszechniany w jakikolwiek sposób bez uprzedniego pisemnego zezwolenia Santander TFI S.A. Informacje zawarte w dokumencie są dobierane zgodnie z najlepszą wiedzą jego autorów i pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, jednakże autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności. Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych wskutek interpretacji niniejszego dokumentu.

2025 © Santander Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna. Wszelkie prawa zastrzeżone. Nazwa Santander i logo „płomień” są zarejestrowanymi znakami towarowymi.