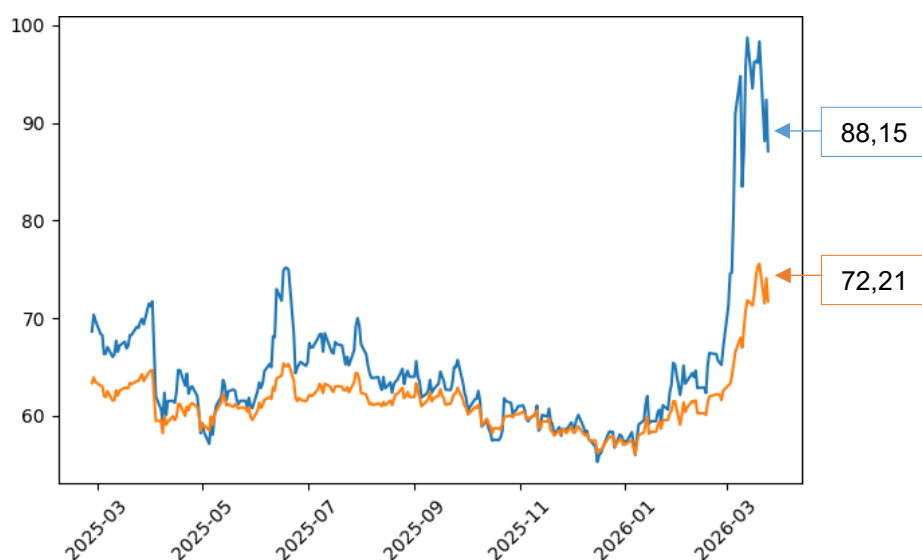


KOMENTARZ SPECJALNY 25.03.2026

Dlaczego wyprzedaż na rynku obligacji skarbowych była taka gwałtowna?

Bezpośrednim czynnikiem napędzającym wyprzedaż obligacji były gwałtowne wzrosty cen ropy naftowej. Choć koszty transportu stanowią około 10% koszyka inflacyjnego, to jednak ceny ropy naftowej bardzo szybko przekładają się na ceny paliw na stacjach benzynowych, a w średnim i długim okresie mogą przekładać się na ceny innych towarów i usług. Ceny ropy naftowej w dostawie za miesiąc wzrosły w ciągu dwóch tygodni o prawie 50%. Ta sytuacja pchnęła inwestorów do wyceny czarnych scenariusz gwałtownego i trwałego wzrostu inflacji i co za tym idzie nagłego zwrotu w polityce banków centralnych dotyczącej stóp procentowych.

Wykres1. Zmiany cen ropy naftowej WT1 – kontrakt za 1 miesiąc i za 1 rok



Źródło: opracowanie własne Santander TFI, dane na 25.03.2026 r.

W przeddzień obecnego kryzysu znajdowaliśmy się w Polsce i Europie w środowisku postępującej dezinflacji. Polskiemu bankowi centralnemu udało się skutecznie sprowadzić obniżać inflację. Lutowy odczyt wskaźnika wyniósł 2,1% i znajdował się poniżej celu NBP na poziomie 2,5%. Do poziomu celu inflacyjnego zeszła także inflacja bazowa. Równocześnie na koniec lutego stopa procentowa NBP wynosiła 4%, a rentowność obligacji 10-letniej około 5%. W tym bardzo sprzyjającym środowisku inwestorzy powszechnie oczekiwali spadków stóp procentowych i przeważali je w portfelu.

Szok związany z wybuchem wojny, wywołał bardzo nerwową reakcję rynkową. Obserwowaliśmy serie panicznych transakcji sprzedaży polskich obligacji skarbowych ze strony inwestorów zagranicznych, którzy od początku roku intensywnie kupowali polskie rządowe papiery dłużne. To spowodowało bardzo duży ruch rynkowy i dojście rentowności polskiej 10-letniej obligacji skarbowej do nawet 5,9% (z 4,9% obserwowanych w lutym)

Zaangażowanie inwestorów zagranicznych w polskie krajowe obligacje skarbowe:

	Zmiana w mld PLN
lut 25	6,7
mar 25	-1,6
kwi 25	-1,9
maj 25	-1,4
cze 25	5,2
lip 25	4,0
sie 25	4,7
wrz 25	-4,4
paź 25	5,3
lis 25	-2,4
gru 25	4,6
sty 26	13,3

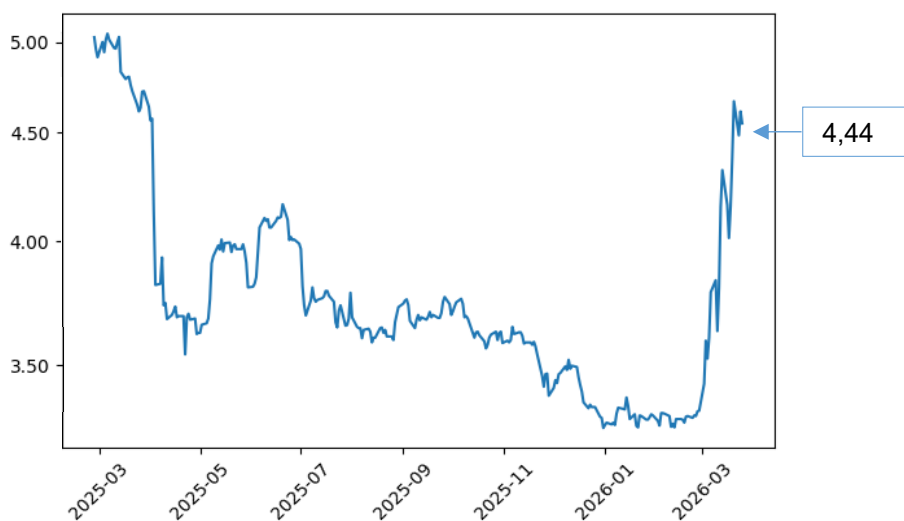
Nagły wzrost zaangażowania na początku roku, skutkujący następnie paniczną wyprzedzą dopiero co zbudowanej pozycji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów

Jaki scenariusz dot. podwyżek stóp w Polsce wycenia aktualnie rynek?

24 marca stopa WIBOR 3 m-czny wyniosła 3,85%. Aktualnie rynek wycenił w Polsce do końca roku około 75 bps podwyżek stóp procentowych do poziomu 4,63%. Jeszcze na koniec lutego rynek zakładał, że WIBOR3M zejdzie na koniec roku w okolice 3,3%. Oznacza to przesunięcie oczekiwań rynkowych w 3 tygodnie o ponad 130 punktów bazowych w górę (ekwiwalent ok. 5 podwyżek po 25bps).

Wykres 2. Oczekiwania rynkowe podwyżek stóp- kontakt FRA 6x9



Źródło: opracowanie własne Santander TFI, dane na 25.03.2026 r.

Czym się różni obecna sytuacja od tej z 2022 r.?

Obecna sytuacja kryzysu związanego ze wzrostem cen paliw jest zasadniczo odmienna od obserwowanej po wybuchu wojny na Ukrainie. Różnica polega na **fundamentalnie innej sytuacji makroekonomicznej**. W roku 2022 byliśmy w sytuacji ujemnych realnych stóp procentowych. Banki centralne i rządy po wybuchu epidemii COVID w roku 2020 prowadziły bezprecedensową stymulację fiskalną i monetarną. Masowe transfery socjalne oraz niskie stopy procentowe spowodowały, że konsumenci wówczas zyskali dużą dodatkową siłę nabywczą. Gospodarka znajdowała się w sytuacji zdecydowanej przewagi popytu nad podaż, co pchało do góry ceny wszystkich towarów i usług. Proces inflacji nie był w żadnej mierze ograniczony tylko do paliw. Banki centralne

były spóźnione z reakcją na inflację i musiały nadrabiać szybkimi i mocno spóźnionymi podwyżkami stóp procentowych. Wybuch wojny na Ukrainie zaognił sytuację, ale nie był jej prawdziwą przyczyną.

Obecnie gospodarka globalna znajduje się w sytuacji niedoboru popytu w stosunku do podaży, czego dowodem był obserwowany dotąd długi proces spadku inflacji. Obserwujemy spadającą dynamikę wzrostu wynagrodzeń. Nie ustają dyskusje o słabości amerykańskiego rynku pracy, czy konieczności pobudzenia niemieckiej gospodarki wydatkami infrastrukturalnymi i zbrojeniowymi. Problemem globalnej gospodarki jest zalew tanich towarów z Chin, które stały się liderem automatyzacji procesów produkcji przemysłowej. Powoli zwiększeniu możliwości podaży gospodarki sprzyja także zastosowanie AI, które może przynieść rewolucję w kosztach dostarczania usług. W tym kontekście szok cenowy na rynku paliw niesie znacznie mniejsze ryzyko łatwego przenoszenia przez producentów wzrostu kosztów na ceny ich produktów, czyli tego co nazywamy „efektami drugiej rundy”.

W obecne zawirowania wchodzimy z dodatnimi realnymi stopami procentowymi – stopy procentowe są wyższe od aktualnych odczytów inflacyjnych. W marcu 2022 realne stopy procentowe były głęboko ujemne.

Luty 2022

Inflacja CPI w Polsce za styczeń 2022: +9,4%, stopa NBP: 2,75%, realna stopa procentowa: -6,65%

Marzec 2026

Inflacja CPI w Polsce za luty 2026: +2,1%, stopa NBP: 3,75%, realna stopa procentowa: +1,65%

Biorąc pod uwagę obecne poziomy rentowności obligacji, czego można spodziewać się po wynikach funduszy dłużnych w perspektywie całego 2026r?

Gwałtowny wzrost rentowności wywołał duże korekty wycen funduszy dłużnych. **Wzrost rentowności obligacji oznacza spadek ich cen w krótkim terminie, ale wyższa rentowość przekłada się z kolei bardzo pozytywnie na oczekiwane stopy zwrotu w przyszłości.**

Kluczowym determinantem wyników w horyzoncie końca 2026 będzie oczywiście rozwój wydarzeń wokół wojny na Bliskim Wschodzie, a przede wszystkim to jak szybko uda się odblokować ruch tankowców w cieśninie Ormuz. Negatywny scenariusz zablokowania cieśniny przez dłuższy czas to scenariusz podwyżek stóp procentowych i utrzymywania się wysokich poziomów rentowności. Wydaje się, że został on już w większości wyceniony przez rynek.

Pozytywny scenariusz to relatywnie szybkie zakończenie wojny i odblokowanie cieśniny Ormuz. W takim wariantcie banki centralne prawdopodobnie nie będą dokonywały zmian stóp, co powinno dać w horyzoncie 12 miesięcy potencjał do powrotu rentowności w miejsce, gdzie były przed wybuchem konfliktu. **W takim scenariuszu dla inwestorów, którzy zakupili fundusze przed wybuchem konfliktu możliwe jest zrealizowanie naszych założeń inwestycyjnych z początku roku. Inwestorzy, którzy rozpoczną inwestowanie dziś mają znacznie większy potencjał wyników.**

Największą ekspozycję na pozytywną zmianę sytuacji rynkowej dają fundusze dłużne długoterminowe. Posiadają one w portfelach głównie obligacje o stałym oprocentowaniu, które najbardziej wyprzedzały się w marcu.

Dla przykładu indeks polskich obligacji o stałym oprocentowaniu ICE Poland Government Bond Index ma dziś rentowność 5,1% i wskaźnik wrażliwości duration na poziomie 4 lat.

Scenariusz spadku stóp procentowych o 1 pp. oznaczałby szacunkową stopę z indeksu w horyzoncie 12 miesięcy na poziomie 8-9%. Scenariusz negatywny tj. wzrostu stóp rynkowych o kolejne 100 punktów bazowych oznaczałby i tak dodatnią stopę zwrotu w okolicach 1-2%. Wariant braku zmian stóp to realizacja rentowności portfela na poziomie około 5%.

Fundusze dłużne Santander TFI obecnie przeważają duration i ich ekspozycja w reakcji na opisane scenariusze może być istotnie większa niż opisana powyżej. Fundusze są zarządzane aktywnie, co oznacza możliwość zmiany spozycjonowania wraz ze zmianą otoczenia rynkowego.

Dla funduszy dłużnych krótkoterminowych publikujemy szczegółowe prognozy wyniku w oparciu o aktualne rentowności portfela.



Tel. 22 431 52 25



Infolinia 801 123 801



Santander.pl/TFI
tfi@santander.pl

Autor komentarza:

Łukasz Tokarski, CFA

Dyrektor Działu Obligacji, Zarządzający Funduszami w Santander TFI

Materiał jest prezentowany w celach marketingowych, nie stanowi umowy ani nie jest dokumentem informacyjnym wymaganym 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 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, jakkolwiek autorzy nie gwarantują ich dokładności i kompletności. Autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych wskutek interpretacji niniejszego dokumentu.

2026 © Santander Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Spółka Akcyjna. Wszelkie prawa zastrzeżone. Nazwa Santander i logo „płomień” są zarejestrowanymi znakami towarowymi.



Tel. 22 431 52 25



Infolinia 801 123 801



Santander.pl/TFI
tfi@santander.pl