



Sierpień 2026

Komentarz inwestycyjny Amundi Polska TFI S.A.

W ostatnim czasie wyniki subfunduszy dłużnych Amundi były przede wszystkim kształtowane przez polski rynek obligacji, który pozostawał mocno pod wpływem sytuacji geopolitycznej. Początkowo wynikom subfunduszy pomagało niższe narażenie portfeli na wahania stóp procentowych, ale później wzrost udziału dłuższych obligacji osłabił wyniki, gdy rentowności wyraźnie wzrosły. W reakcji na to portfele zostały częściowo przebudowane i wzbogacone o papiery o krótszym terminie zapadalności, obligacje skarbowe czy starannie dobrane obligacje korporacyjne, aby potencjalnie ograniczyć ryzyko i poprawić stabilność wyników.

Obecny poziom rentowności obligacji w dłuższym horyzoncie pozostaje atrakcyjny, choć nadal trzeba liczyć się z ryzykiem związanym z krajową polityką fiskalną i niestabilną sytuacją geopolityczną na świecie. Należy też pamiętać, że efekty ostatnich zmian wprowadzonych w portfelach subfunduszy mogą pojawiać się stopniowo, dlatego ich wyniki warto analizować w perspektywie zalecanego minimalnego okresu inwestycji.

Komentarz Amundi Polska TFI S.A. do sytuacji na rynku instrumentów dłużnych

W ostatnim czasie główny wpływ na stopy zwrotu subfunduszy:

- **Amundi Ostrożny Inwestor,**
- **Amundi Globalnych Perspektyw Konserwatywny,**
- **Amundi Obligacji Polskich Uniwersalny,**
- **Amundi Stabilnego Wzrostu** (część dłużna)

miały notowania obligacji skarbowych o stałym kuponie. Przez ostatnie miesiące znajdowały się one pod wpływem wydarzeń w Zatoce Perskiej, które oddziaływały na notowania surowców energetycznych, a przede wszystkim na ceny ropy i gazu. Rynki co parę dni były bombardowane informacjami o eskalacji bądź deeskalacji konfliktu pomiędzy Iranem a koalicją Stanów Zjednoczonych i Izraela oraz rysującym się na horyzoncie potencjalnym porozumieniem. Wywoływało to skrajne emocje wśród inwestorów, a rynki przechodziły na przemian od fazy euforii, reagując wzrostami cen obligacji, do skrajnego pesymizmu i spadków cen.

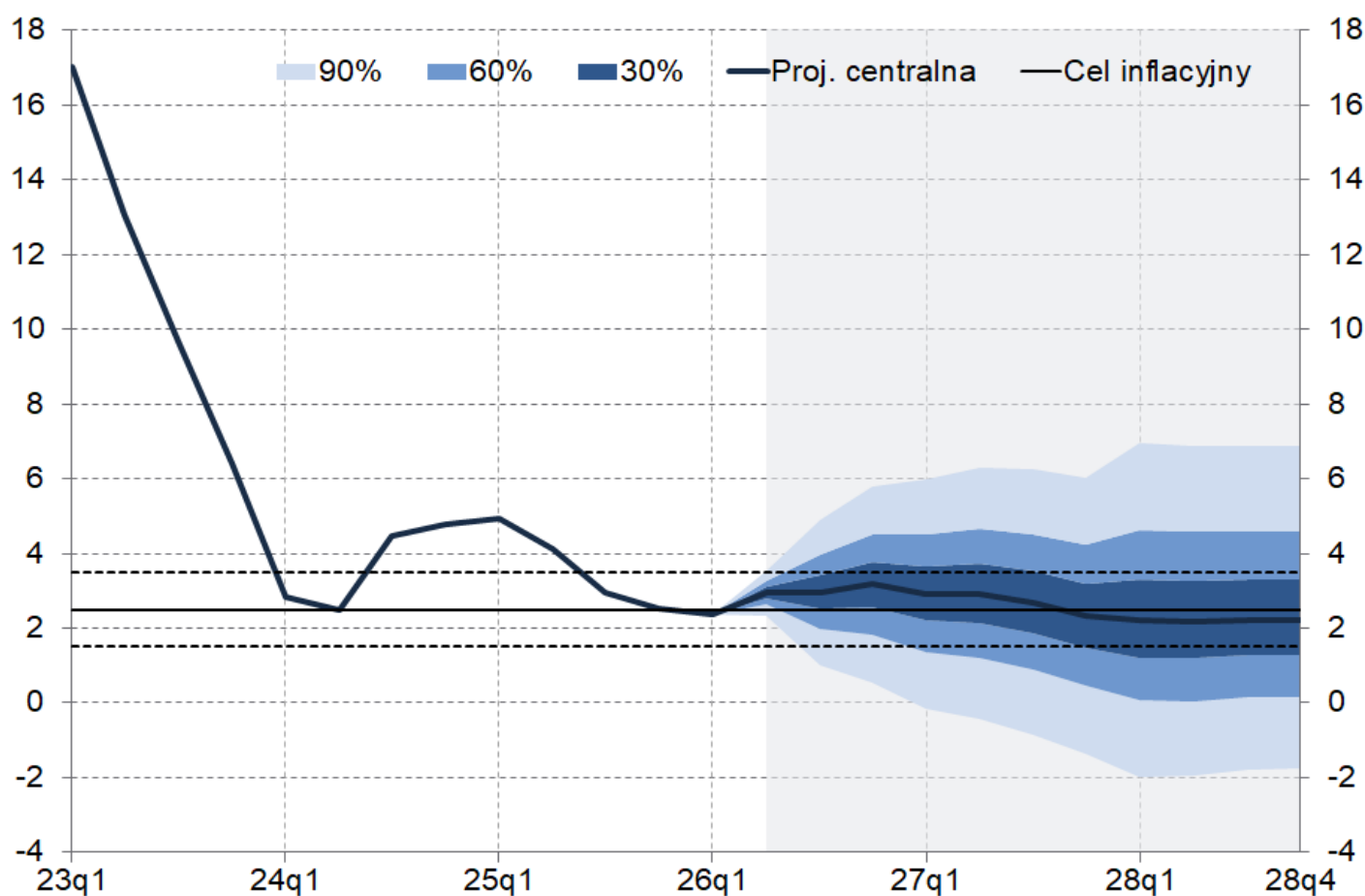
W początkowej fazie konfliktu portfele dłużne subfunduszy Amundi miały niski poziom *duration*, co miało korzystne odzwierciedlenie w relatywnej stopie zwrotu względem konkurencyjnych funduszy. Jednakże po przecenie obligacji, już po kilku dniach zaangażowanie w te instrumenty zostało w istotny sposób zwiększone, co negatywnie przełożyło się na wyniki, ponieważ obligacje skarbowe do połowy maja kontynuowały przecenę, a rentowność 10-letnich obligacji osiągnęła w tym czasie poziom 6%.



Wykres 1: Cena obligacji skarbowej DS1035 od początku lutego 2026 r.

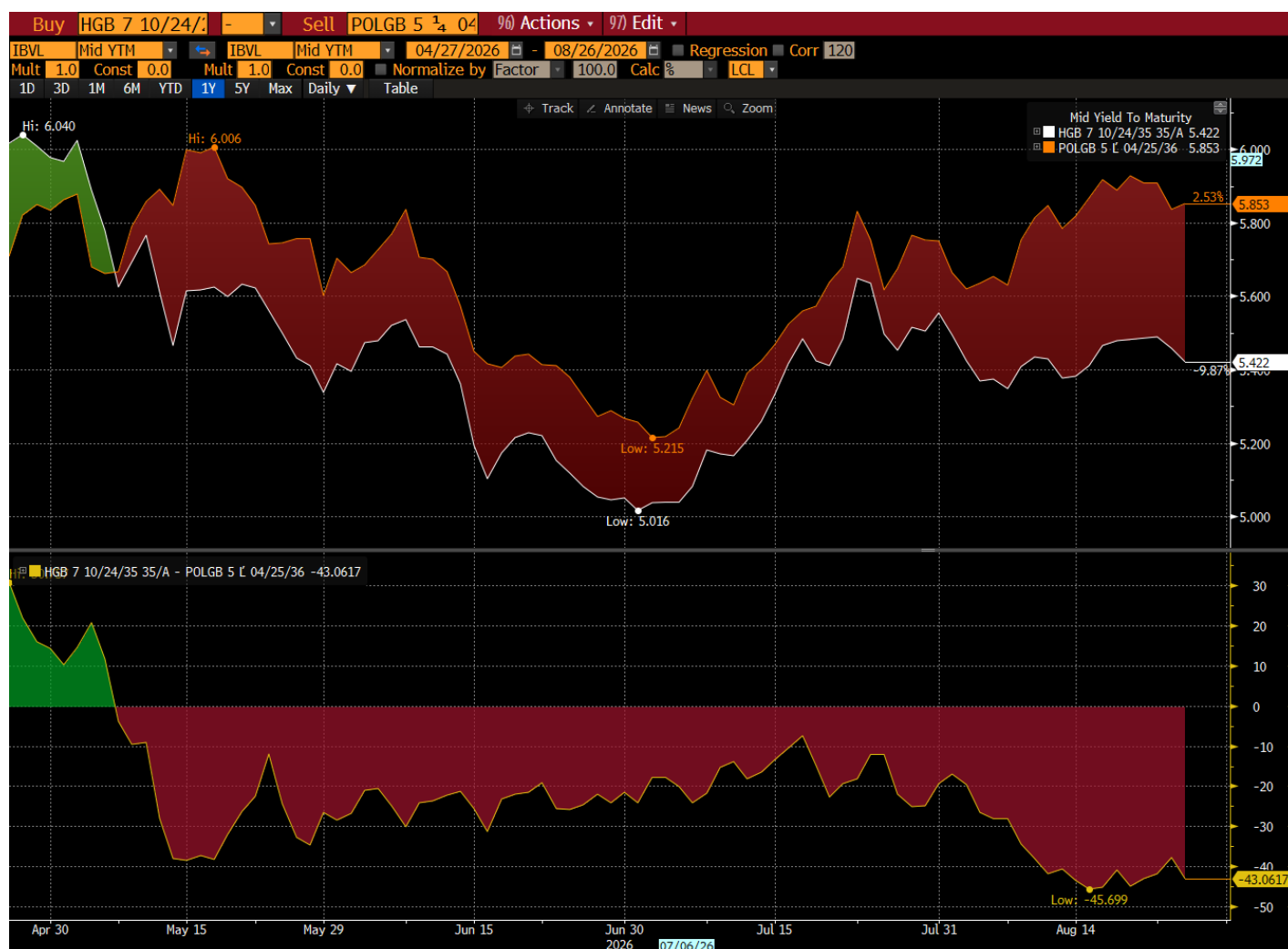
W połowie czerwca zostało podpisane porozumienie pokojowe pomiędzy USA a Iranem, co dawało duże szanse na ostateczne zakończenie konfliktu. Na przełomie czerwca i lipca, po istotnych wzrostach, a w zasadzie na lokalnym szczycie cenowym, dokonaliśmy istotnych sprzedaży obligacji skarbowych długoterminowych o stałym kuponie z portfeli subfunduszy dłużnych, redukując tym samym ryzyko *duration*. Niemniej pewien stopień zaangażowania w ten sektor został utrzymany, ponieważ dalsza redukcja pozycji wiązałaby się ze zmniejszeniem wewnętrznej rentowności portfeli. Dodatkowymi przesłankami za pozostawieniem pozycji były:

1. pozytywne nastawienie Grupy Amundi do obligacji rządowych krajów z grupy Emerging Markets,
2. gołębie nastawienie RPP, w tym prezesa A. Głapińskiego, który nie wykluczał obniżki stóp procentowych po wakacjach,
3. najnowsza lipcowa projekcja inflacji, która wskazywała na utrzymywanie się inflacji w celu NBP przez cały horyzont prognozy, a także brak oznak presji inflacyjnej w bieżących danych publikowanych przez GUS,



Wykres 2: Projekcja inflacji NBP (lipiec 2026 r.)

4. wyższa rentowność polskich obligacji skarbowych w relacji do krajów naszego regionu, np. Czech czy Węgier.



Wykres 3: Różnica (dolny wykres) w rentowności 10-letniej polskiej obligacji skarbowej (kolor pomarańczowy) a węgierskiej (kolor biały).

Od maja w portfelach dłużnych, w szczególności w subfunduszu Amundi Ostrożny Inwestor, wykonywane były następujące operacje:

1. zwiększanie zaangażowania w tzw. obligacje „covidowe”, czyli obligacje emitowane przez BGK, gwarantowane przez Skarb Państwa ze względu na ich wyższą rentowność w stosunku do obligacji Skarbu Państwa przy porównywalnym ryzyku kredytowym,
2. relokacja (zmniejszenie) zaangażowania z tzw. długiego końca krzywej dochodowości (10-letni okres do wykupu) na środek krzywej (zwiększenie zaangażowania w obligacje 3 – 5 letnie), który w mniejszym stopniu narażony jest na wahania związane z ryzykiem kraju,
3. rozszerzanie zaangażowania w obligacje korporacyjne najbardziej wiarygodnych emitentów, będących liderami w swoich branżach, o uznanej renomie i niskim ryzyku kredytowym, których akcje notowane są zazwyczaj na giełdzie i zaliczane do indeksu WIG20,

4. wykorzystywanie okazji rynkowych do zwiększenia rentowności portfeli dłużnych, w tym m.in. na krzywej dochodowości, zawężeniu ASW (czyli różnicy pomiędzy notowaniem obligacji skarbowych a swapów stopy procentowej) lub np. przejściowych silnych przecenach obligacji WZ związanych z okresowym zwiększonym zapotrzebowaniem na płynność banków krajowych.

Dodatkowo w subfunduszu Amundi Ostrożny Inwestor w okresach spadków rentowności (wzrostu cen obligacji) dokonywane było zmniejszanie ryzyka duration, zwiększonego jeszcze na początku marca br. Takie działanie ma na celu zmniejszenie wahań jednostki uczestnictwa subfunduszu.

Podkreślamy jednak, że pojawienie się efektów powyższych działań wymaga czasu, a wyniki każdego subfunduszu należy oceniać w perspektywie zalecanego minimalnego horyzontu inwestycyjnego, który np. dla subfunduszu Amundi Ostrożny Inwestor wynosi jeden rok.

Obecnie uważamy, że aktualny poziom rentowności obligacji 10-letnich na poziomie bliskim 6% należy uznać za atrakcyjny i w dłuższym horyzoncie należy oczekiwać spadków rentowności. Naszym zdaniem stanie się tak ze względu na:

1. przytoczone powyżej czynniki: „gołębienie” nastawienie RPP, inflację znajdującą się w dopuszczalnym przedziale wahań od celu NBP przez cały horyzont najnowszej projekcji inflacji i wyższą rentowność papierów krajowych w odniesieniu do krajów regionu przy porównywalnej inflacji i stopach procentowych.
2. relatywnie niski poziom wskaźników Credit Default Swaps (CDS), czyli miary wyceny rynkowej ryzyka niewypłacalności kraju - pozostający na stosunkowo niskich poziomach, niższych niż poziom CDS-ów np. na Węgry.
3. zachowanie polskiego benchmarku 10y (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym kuponie), który od II kwartału 2023 r. porusza się w przedziale 5% - 6%, gdzie poziom 6% stanowił dotychczas skuteczną barierę dla dalszych wzrostów rentowności.



Wykres 4: Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych od II kwartału 2023 r.

4. utrzymanie ratingu Polski przez agencję Fitch na poziomie A-,
5. brak widocznej presji inflacyjnej pomimo wyższych cen paliw ze strony publikowanych na bieżąco danych przez GUS.

Głównymi czynnikami ryzyka dla realizacji pozytywnego scenariusza dla obligacji pozostają:

1. Wysoki deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych, który w tym roku może sięgnąć poziomu 7,0% PKB, a także poziom zadłużenia tego sektora w relacji do PKB, który wg Strategii Zarządzania Długiem opracowanej przez Ministerstwo Finansów może osiągnąć w 2029 r. poziom 75,3% PKB, natomiast Państwowy Dług Publiczny, czyli zadłużenie kalkulowane zgodnie z Ustawą o Finansach Publicznych, może zbliżyć się do ustawowych progów ostrożnościowych oraz konstytucyjnego limitu 60%. Tak wysoki poziom zadłużenia może stanowić presję na obniżkę ratingu Polski i zniechęcać inwestorów zagranicznych do inwestycji w dług skarbowy. Niemniej, Polska od kilku lat zaliczana jest przez niektórych inwestorów do krajów rozwiniętych. W ostatnich dniach S&P Dow Jones Indices zakwalifikował Polskę do grona krajów rozwiniętych, w których średni poziom zadłużenia wynosi blisko 100% PKB. Ponadto tydzień temu, wspomniana wcześniej, Agencja Fitch potwierdziła długoterminowy rating Polski na poziomie A- z perspektywą negatywną, zwracając uwagę na solidną koniunkturę w naszym kraju oraz stabilną politykę pieniężną i kursową. Odporność naszej gospodarki na wstrząsy znalazła w ostatnim czasie potwierdzenie np. w danych dotyczących nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw, które wzrosły w pierwszym półroczu o 13,7% r/r do 100,2 mld zł. Agencja podniosła jednak prognozowany poziom deficytu finansów publicznych na przyszły rok do poziomu 6,7% PKB (6,9% w tym roku). Zdaniem Agencji planowane przez Rząd reformy podatkowe tylko w nieznacznym stopniu wpłyną na zmniejszenie deficytu. Aby zmniejszyć ryzyko negatywnego wpływu powyższego scenariusza na stopę zwrotu subfunduszy, zmniejszyliśmy zaangażowanie w portfelach dłużnych w obligacje długoterminowe na rzecz średnioterminowych, których cena w mniejszym stopniu reaguje na decyzje fiskalne rządu.

2. Ryzyka polityczne: Wysoka podaż obligacji skarbowych i ryzyko dalszego zwiększania ekspansji fiskalnej przed wyborami parlamentarnymi w przyszłym roku, na co także zwracała uwagę agencja ratingowa Fitch oraz ryzyko zmienności w retoryce RPP lub opóźnienia cyklu obniżek w przypadku w przypadku niesprzyjających danych makroekonomicznych.
3. Eskalacja już istniejących i wybuchy nowych konfliktów zbrojnych na świecie, a przede wszystkim na Ukrainie czy na Bliskim Wschodzie. Tego rodzaju wydarzenia zazwyczaj prowadzą do wzrostu cen surowców energetycznych, mających pośredni i bezpośredni wpływ na wzrost inflacji, co w efekcie wywiera presję na podwyżki stóp procentowych przez RPP i ma negatywny wpływ na notowania obligacji o stałym kuponie.

Podsumowując, zakładając deeskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie i osiągnięcie pewnej formy porozumienia pomiędzy USA a Iranem, uważamy, że Rada Polityki Pieniężnej powróci do obniżek stóp procentowych. Te działania powinny z kolei przełożyć się na wzrosty cen obligacji i wpłynąć pozytywnie na wyniki portfeli dłużnych subfunduszy.

Nota prawna:

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym danego funduszu inwestycyjnego, Kluczowymi Informacjami (KID) oraz Informacją dla Klienta AFI (w przypadku Amundi Stars SFIO) dostępnymi w punktach dystrybucji funduszy, w siedzibie Amundi Polska TFI S.A. oraz na www.amundi.pl. Dokument ten sporządzony został w języku polskim. Streszczenie praw uczestników Funduszy zawarte jest w odpowiednich postanowieniach Prospektu Informacyjnego (Rozdział: Dane o Funduszu, pkt Prawa Uczestników Funduszu). Materiał został przygotowany przez Amundi Polska TFI S.A. (dalej „Amundi Polska”) przy dołożeniu należytej staranności i zgodnie z jego najlepszą wiedzą oraz przekonaniami. Wszelkie informacje zawarte w materiale pochodzą ze źródeł własnych Amundi Polska lub obiektywnych i możliwych do zweryfikowania źródeł zewnętrznych, uznanych przez Amundi Polska za wiarygodne i dokładne, tj. serwis Bloomberg L.P., www.amundi.com, www.cpr-am.frserwis i zostały przytoczone jako składowe elementy całości lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i kompletne, jak również, że w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami Amundi Polska lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili sporządzania niniejszego materiału. Materiał nie jest przeznaczony do publicznego odtwarzania w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej zgody Amundi Polska. Przedstawiony dokument nie jest prawnie wiążącym źródłem informacji o funduszach inwestycyjnych, a stanowi wyłącznie materiał poglądowy o charakterze reklamowym. Dokument nie stanowi oferty świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego ani rekomendacji inwestycyjnej, jak również nie zwalnia adresata z konieczności dokonania własnej oceny. Materiał nie stanowi także wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnej w jakiejkolwiek instrumenty finansowe, gdyż nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w jednostki uczestnictwa funduszy. Prezentowane wykresy, o ile nie wskazano inaczej, oparte są na danych historycznych. Nie są tożsame z indywidualnymi wynikami uczestnika funduszu. Przyszłe wyniki podlegają opodatkowaniu, które zależy od sytuacji osobistej każdego uczestnika i które może ulec zmianie w przyszłości. Amundi Polska ani zarządzane przez nie fundusze inwestycyjne (Fundusze) nie gwarantują osiągnięcia celów inwestycyjnych ani uzyskania podobnych do historycznych wyników w przyszłości. Subfundusze Amundi Parasolowy FIO mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów poszczególnych subfunduszy w papierach wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostkę samorządu terytorialnego, państwo członkowskie Unii Europejskiej, jednostkę samorządu terytorialnego państwa członkowskiego, państwo należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno państwo członkowskie. Lokowanie środków w funduszach obarczone jest ryzykiem inwestycyjnym, określonym w Prospekcie, a wartości jednostek uczestnictwa funduszy mogą ulegać znacznym wahaniom w czasie. Uczestnik funduszu musi się liczyć z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Szczegółowe informacje na temat funduszu, w tym opis czynników ryzyka i zasad sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy zawierają Prospekt Informacyjny oraz Kluczowe Informacje (KID) oraz Informacja dla Klienta AFI (w przypadku Amundi Stars SFIO). Amundi Polska jest podmiotem nadzorowanym przez Komisję Nadzoru Finansowego i prowadzi działalności w oparciu o zezwolenie KNF.

Amundi Polska Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Żwirki i Wigury 18A, 02-092 Warszawa, spółka zarejestrowana w rejestrze przedsiębiorców prowadzonym przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XIV Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem 0000457486, posiadająca kapitał zakładowy 76.461.700,00 złotych w pełni opłacony, NIP 527-269-30-89.