

Komentarz do aktualnej sytuacji na rynku długu



Aktualności / 2026-10-09 / autorzy: Aleksander Szymerski, Daniel Wesołowski

Najważniejsze liczby:

Rentowność 10-letnich obligacji Francji (OAT): ok. 4,9-5,0%

Rentowność 10-letnich obligacji Niemiec (Bund): ok. 3,5%

Spread OAT-Bund: ok. 140-150 pb, wobec ok. 60-70 pb na początku roku

Spread 2-letnich obligacji Francja-Niemcy: ok. 55-60 pb wobec ok. 20 pb na początku roku

Deficyt sektora finansów publicznych Francji: ok. 5,4% PKB

Dług publiczny Francji: ok. 119% PKB

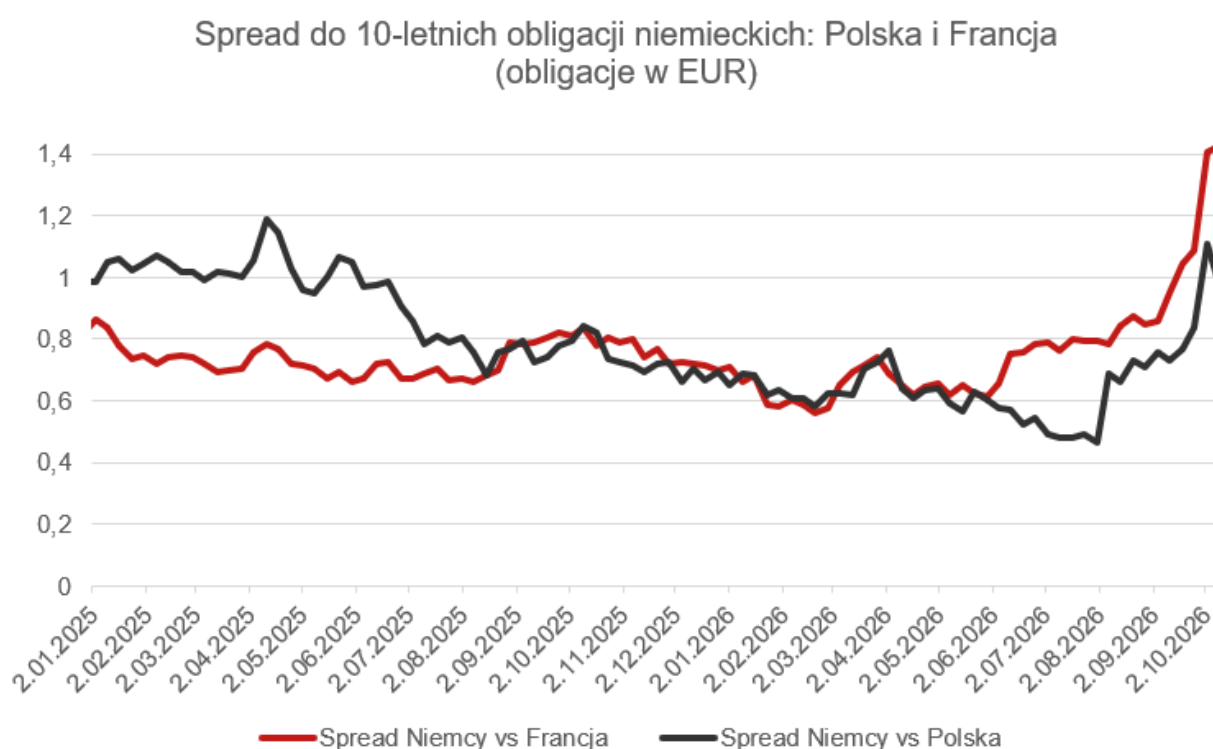
Wybory prezydenckie we Francji: kwiecień 2027 r.; w sondażach prowadzi Marine Le Pen oraz środowisko Rassemblement National

Rynek europejski

Gwałtowny wzrost premii za ryzyko Francji

Rynek obligacji denominowanych w euro w ostatnich tygodniach pozostawał pod presją rosnących obaw o sytuację fiskalną Francji. Rentowność 10-letnich francuskich obligacji skarbowych (OAT) wzrosła przejściowo do blisko 5%, najwyższych poziomów od ponad

dwóch dekad, podczas gdy rentowność 10-letnich niemieckich obligacji utrzymywała się w pobliżu 3,5%. W konsekwencji spread OAT-Bund rozszerzył się z około 60-70 pb na początku roku, do blisko 150 pb obecnie, osiągając najwyższe poziomy od czasu kryzysu zadłużeniowego w strefie euro w latach 2011-2012. Wzrost premii za ryzyko widoczny był również na krótszym końcu krzywej, gdzie spread pomiędzy dwuletnimi obligacjami Francji i Niemiec wzrósł z około 20 pb do około 55-60 pb. Inwestorzy coraz większą uwagę zwracają na pogarszające się perspektywy fiskalne Francji, gdzie deficyt sektora finansów publicznych pozostaje w okolicach 5,4% PKB, a dług publiczny sięga 119% PKB.



Źródło: Bloomberg. Opracowanie własne.

Ryzyko polityczne przed wyborami w 2027 roku

Dodatkowym źródłem niepewności pozostają zaplanowane na kwiecień 2027 r. wybory prezydenckie. Obecne sondaże wskazują na wyraźne prowadzenie Marine Le Pen oraz silną pozycję środowiska Rassemblement National (Zjednoczenie Narodowe), co zwiększa obawy rynku o zdolność przyszłego rządu do przeprowadzenia wiarygodnej konsolidacji fiskalnej. Szczególnie niepokojący jest fakt, że rentowności francuskich obligacji skarbowych są obecnie wyższe niż rentowności obligacji włoskich oraz greckich, co jeszcze do niedawna wydawało się trudne do wyobrażenia dla emitenta zaliczanego do rdzenia strefy euro. W efekcie tym razem to Francja stała się głównym źródłem ryzyka dla

europejskiego rynku długu, a inwestorzy wymagają coraz wyższej premii za utrzymywanie francuskich aktywów.

EBC schodzi na drugi plan

W tym otoczeniu niemieckie obligacje ponownie pełnią rolę bezpiecznej przystani, jednak potencjał do istotnego spadku ich rentowności pozostaje ograniczony. Utrzymująca się podwyższona inflacja oraz jastrzębie nastawienie Europejskiego Banku Centralnego sprawiają, że perspektywa szybkiego końca podwyżek, a tym bardziej powrotu do niższych stóp procentowych, wydaje się obecnie mało prawdopodobna. Wprawdzie rynkowe wyceny stóp procentowych w strefie euro są obecnie nieco niższe niż jeszcze kilka tygodni temu, ale wciąż dominującym scenariuszem są dalsze podwyżki – najbliższa w grudniu i 2 kolejne w 2027 roku. Coraz wyraźniej widać również, że rynek zaczyna różnicować poszczególnych emitentów nie tylko przez pryzmat polityki monetarnej, ale przede wszystkim jakości finansów publicznych.

Presja na obligacje korporacyjne

Rosnąca premia za ryzyko na francuskim rynku długu przekłada się również na pozostałe segmenty europejskiego rynku obligacji. W okresach pogorszenia sentymentu inwestorzy ograniczają ekspozycję nie tylko na obligacje skarbowe krajów postrzeganych jako fiskalnie słabsze, ale również na obligacje korporacyjne. W rezultacie obserwujemy rozszerzanie spreadów kredytowych, szczególnie w segmencie obligacji podporządkowanych, high yield oraz emitentów o niższej płynności.

W przypadku obligacji korporacyjnych denominowanych w euro wpływ wzrostu rentowności obligacji skarbowych jest podwójny. Z jednej strony rośnie stopa wolna od ryzyka, co automatycznie podnosi wymagane rentowności nowych emisji, z drugiej inwestorzy oczekują wyższej premii za ryzyko kredytowe w warunkach zwiększonej niepewności. W efekcie nawet emitenci o stabilnych fundamentach notują spadki cen obligacji, mimo że ich sytuacja finansowa pozostaje niezmienną.

Czy region CEE może zachowywać się lepiej od strefy euro?

Wpływ na rynki Europy Środkowo-Wschodniej jest mniej jednoznaczny. Kraje posiadające relatywnie lepszą dynamikę fiskalną oraz niższe zadłużenie publiczne mogą być

postrzegane przez inwestorów korzystniej niż część emitentów strefy euro. Paradoksalnie obecna sytuacja może spowodować, że część inwestorów zacznie większą wagę przywiązywać do jakości finansów publicznych, niż do tradycyjnego podziału na kraje rdzenia i peryferii.

Jednocześnie należy oczekiwać utrzymania wysokiej korelacji pomiędzy obligacjami CEE a szerokim rynkiem europejskim. W okresach wzrostu awersji do ryzyka inwestorzy zagraniczni zazwyczaj redukują ekspozycję na aktywa uznawane za mniej płynne, co może powodować przejściowy wzrost rentowności również w Polsce, Czechach, Rumunii czy na Węgrzech, nawet jeśli lokalne fundamenty nie ulegają pogorszeniu.

Wpływ na notowania naszych subfunduszy

Ostatnie tygodnie przyniosły wyraźny wzrost zmienności na europejskim rynku obligacji, związany przede wszystkim z pogorszeniem nastrojów wokół francuskiego długu skarbowego oraz rozszerzaniem się spreadów kredytowych na rynku obligacji denominowanych w euro. Zjawiska te w różnym stopniu oddziaływały na subfundusze dłużne, w zależności od struktury portfela i skali ekspozycji na zagraniczne obligacje.

Generali Euro

Najbardziej bezpośredni wpływ obserwowaliśmy w przypadku subfunduszu Generali Euro, którego portfel koncentruje się na obligacjach denominowanych w euro, w szczególności emitentów korporacyjnych z regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Wzrost rentowności obligacji bazowych oraz przejściowe rozszerzenie spreadów kredytowych negatywnie wpływały na wyceny części instrumentów znajdujących się w portfelu. Jednocześnie wyższe rentowności obligacji oznaczają obecnie bardziej atrakcyjne warunki reinwestowania środków i potencjalnie wyższy dochód odsetkowy w kolejnych okresach za sprawą rosnącej rentowności portfela.

Generali Obligacji Krótkoterminowy

W przypadku Generali Obligacji Krótkoterminowy wpływ wydarzeń na rynku obligacji denominowanych w euro był znacznie bardziej ograniczony. Fundusz opiera się przede wszystkim na krótkoterminowych obligacjach korporacyjnych denominowanych w PLN oraz utrzymuje niską wrażliwość na zmiany stóp procentowych. Dzięki temu

krótkookresowe wahania rentowności europejskich obligacji skarbowych miały relatywnie niewielkie znaczenie dla wyników portfela.

Generali Korona Obligacji Uniwersalny

Pośredni wpływ obecnych wydarzeń widoczny jest natomiast w przypadku Generali Korona Obligacji Uniwersalny, którego portfel obejmuje zarówno krajowe, jak i zagraniczne obligacje skarbowe oraz korporacyjne, w tym emitentów z regionu Europy Środkowo-Wschodniej. W okresach wzrostu awersji do ryzyka inwestorzy często ograniczają ekspozycję na aktywa o niższej płynności, co może prowadzić do przejściowej presji na wyceny części obligacji zagranicznych, nawet jeśli fundamenty poszczególnych emitentów pozostają stabilne.

Perspektywy na kolejne miesiące

W naszej ocenie najbliższe miesiące mogą pozostać okresem podwyższonej zmienności na europejskim rynku długu. Nawet jeśli w kolejnych kwartałach Europejski Bank Centralny będzie skłonny do bardziej łagodnego nastawienia, poprawa wycen obligacji francuskich i pozostałych emitentów o słabszych fundamentach fiskalnych będzie wymagała przede wszystkim odbudowy zaufania do ścieżki fiskalnej poszczególnych państw. Rynek coraz wyraźniej pokazuje, że polityka fiskalna, a nie wyłącznie działania banków centralnych, staje się obecnie głównym czynnikiem kształtującym wyceny europejskiego długu. W tym kontekście z pewną nadzieją można patrzeć na ogłoszone w tym tygodniu propozycje francuskiego Zjednoczenia Narodowego, które zakładają wyraźne i konsekwentne zacieśnienie fiskalne, tak bardzo potrzebne w obecnej sytuacji.

Obecna sytuacja przypomina inwestorom, że spread kredytowy nie jest wyłącznie funkcją ryzyka korporacyjnego. W warunkach wzrostu niepewności fiskalnej nawet obligacje o wysokiej jakości kredytowej mogą pozostawać pod presją, jeśli postrzeganie ryzyka systemowego w strefie euro ulegnie dalszemu pogorszeniu. Jednocześnie rosnące zróżnicowanie wycen pomiędzy poszczególnymi emitentami zwiększa znaczenie aktywnej selekcji, zarówno na rynku obligacji korporacyjnych, jak i papierów skarbowych krajów CEE.

Rynek amerykański

Generali Dolar

Rentowności amerykańskich obligacji pozostają na bardzo wysokich poziomach, zarówno nominalnie, jak i realnie, przy czym realne stopy są blisko poziomów obserwowanych podczas kryzysu finansowego 2008 r. Jednocześnie inflacyjne progi rentowności pozostają względnie stabilne, co sugeruje, że za wzrost rentowności odpowiada głównie wyższa realna stopa procentowa związana z poprawą perspektyw produktywności gospodarki.

Spready kredytowe pozostają relatywnie niskie. Mimo że wzrost nakładów inwestycyjnych związanych z rozwojem AI zwiększa zapotrzebowanie na kapitał i wywiera pewną presję na premię za ryzyko, zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych nadal pozostaje umiarkowane. W konsekwencji obecne poziomy spreadów wydają się uzasadnione, o ile inwestycje w AI przełożą się na oczekiwany wzrost produktywności i rentowności przedsiębiorstw.

Pomimo utrzymujących się obaw fiskalnych, skala przeceny na rynku obligacji sprawiła, że realne rentowności ponownie osiągnęły poziomy, które z historycznej perspektywy wydają się atrakcyjne dla długoterminowych inwestorów.



Źródło: FRED. Opracowanie własne.

S.A. („Towarzystwo”). Materiał nie jest dokumentem informacyjnym wymagany na mocy przepisów prawa i nie zawiera informacji wystarczających do podjęcia decyzji inwestycyjnej.

Przed podjęciem decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z Dokumentem zawierającym kluczowe informacje (KID), Informacją dla Klienta AFI, Prospektem Informacyjnym w zakresie dotyczącym danego Subfunduszu. Wymienione dokumenty, sporządzane w języku polskim, zawierające szczegółowe informacje w zakresie: polityki inwestycyjnej, czynników ryzyka, zasad zbywania i odkupowania jednostek uczestnictwa, praw uczestników dostępne są u dystrybutorów, w siedzibie Towarzystwa oraz na stronie internetowej: <https://www.generali-investments.pl/contents/pl/klient-indywidualny/dokumenty> Informacje o pobieranych opłatach manipulacyjnych znajdują się w tabeli opłat dostępnej u dystrybutorów, w siedzibie Towarzystwa oraz na stronie internetowej <https://www.generali-investments.pl/contents/pl/klient-indywidualny/tabela-oplat>.

Inwestując w Subfundusz uczestnik nabywa jednostki uczestnictwa, a nie aktywa bazowe będące przedmiotem inwestycji Subfunduszu. Korzyściom wynikającym z inwestowania towarzyszą także ryzyka. Uczestnik musi się liczyć z możliwością zmniejszenia lub utraty całości lub części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi Subfunduszu i jest uzależniona od wartości jednostki uczestnictwa w momencie jej zbycia i odkupienia przez Subfundusz oraz od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych i podatku obciążającego dochód z inwestycji. Opodatkowanie zależy od indywidualnej sytuacji klienta i może ulec zmianie w przyszłości. Prezentowane stopy zwrotu mają charakter historyczny. Towarzystwo ani Fundusz nie gwarantują osiągnięcia celu inwestycyjnego oraz podobnych wyników w przyszłości.

Na zasadach określonych w Statutach Funduszy Subfundusze mogą lokować powyżej 35% aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostki samorządu terytorialnego, państwa członkowskie Unii Europejskiej, jednostki samorządu terytorialnego państw członkowskich Unii Europejskiej, państwa należące do OECD lub międzynarodową instytucję finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw członkowskich Unii Europejskiej.

Na zasadach określonych w Prospektach Funduszy - ze względu na skład portfeli

Subfunduszy oraz realizowaną strategię zarządzania - Wartość Aktywów Netto poszczególnych Subfunduszy może podlegać dużej zmienności.

Informacje zamieszczone w niniejszym materiale nie stanowią: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, usługi doradztwa inwestycyjnego, udzielania rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, jak również nie stanowią informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną lub rekomendacji inwestycyjnej, a także nie są formą doradztwa finansowego, podatkowego lub prawnego.

Niniejszy materiał został przygotowany przez Towarzystwo z dołożeniem należytej staranności i z wykorzystaniem najlepszej wiedzy autora oraz opiera się na ocenie autora w momencie jego tworzenia i w stosunku do bieżącego stanu prawnego, podatkowego i faktycznego który może ulec zmianie bez uprzedniego poinformowania. W materiale użyto informacji ze źródeł własnych (www.generali-investments.pl) oraz z publicznie dostępnych. Towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za negatywne skutki wynikające z użytku treści zawartych w niniejszym materiale. Wszelkie prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują wyłącznie Towarzystwu. Powielanie, publikowanie bądź rozpowszechnianie w jakikolwiek inny sposób jego całości lub części bez zgody Towarzystwa jest zabronione.

Generali Investments Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., z siedzibą w Warszawie (00-082), przy ul. Senatorskiej 18 działa na podstawie decyzji Komisji Papierów Wartościowych (obecnie: Komisja Nadzoru Finansowego) z dnia 1 czerwca 1995 r. Towarzystwo wpisane jest do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejestrowy dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy pod numerem KRS 0000050329, NIP: 527-10-24-937 i kapitał zakładowy 21 687 900,00 PLN, opłacony w całości.

Niniejszy materiał został opracowany według stanu na dzień 9.10.2026 r.