

Allianz Research | 7 września 2026

Dziesięć najważniejszych pytań dotyczących wyprzedaży na rynku obligacji

Ludovic Subran
Chief Investment Officer & Chief Economist
ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Head of Economic Research
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darnet
Senior Economist US, UK, France
maxime.darnet@allianz-trade.com

Pierpaolo Fiore
Investment Strategist
pierpaolo.fiore@allianz.com

Bjoern Griesbach
Head of Macroeconomic and Capital Markets Research
bjoern.griesbach@allianz.com

Maddalena Martini
Senior Economist for Southern Europe
maddalena.martini@allianz.com

Dorian Simon
Rates Strategist
simon.dorian@allianz.com

Garance Tallon
Economist for Asia-Pacific
garance.tallon@allianz-trade.com

W skrócie

Rentowności obligacji wzrosły w ciągu ostatnich dni, ale bardziej interesujące pytanie brzmi: dlaczego? Analizujemy, czy jest to przede wszystkim dostosowanie do zmian inflacji i cen energii, odzwierciedlenie obaw fiskalnych, czy też szersze zjawisko. W efekcie przygotowaliśmy 10 najważniejszych pytań dotyczących wyprzedaży na rynku obligacji, którym szczegółowo się przyjrzelśmy.

Allianz Trade tę analizę przygotował na początku miesiąca (1 IX), a wydarzenia na światowych rynkach obligacji w pierwszym tygodniu września potwierdziły przedstawione w naszej analizie mechanizmy. Rentowności obligacji w USA, Europie i Japonii osiągnęły kolejne wieloletnie maksima, jednak nie pojawiły się oznaki załamania płynności rynku. Polecamy pełną [analizę](#).

1. **Czy na rynku obligacji panuje panika?** Nie jest to panika ani kryzys płynnościowy, ale poważna i zsynchronizowana globalna przecena długu. Rentowności obligacji skarbowych wzrosły od lipca, ponownie osiągając wieloletnie maksima, jednak tempo wzrostu było niższe, wynosząc 30–50 pb, niż po wybuchu wojny amerykańsko-irańskiej, kiedy wynosiło 50–90 pb. Rynki obligacji nadal funkcjonują sprawnie, o czym świadczą spready bid-ask oraz popyt na aukcjach. Niemniej utrzymujące się wysokie poziomy stóp procentowych słusznie budzą obawy o stabilność zadłużenia.

2. **Czy wyższe ceny energii przyczyniły się do ostatniej wyprzedaży?** Tak. Ponowny wzrost napięć na Bliskim Wschodzie od lipca oraz zniszczenia rosyjskich mocy rafineryjnych doprowadziły do wzrostu kosztów energii, w szczególności cen gazu. Przełożyło się to na wyższe oczekiwania dotyczące inflacji i polityki banków centralnych, w tym wzrost oczekiwanej stopy docelowej Fed o 35 pb i EBC o 50 pb. Czynniki te odpowiadają za zdecydowaną większość wzrostu rentowności. Zależność energetyczna Europy ponownie znalazła się w centrum uwagi, a inflacja wzrosła w sierpniu do 3,3%, przekraczając poziom odnotowany w maju.

3. **Czy finansowanie inwestycji w sztuczną inteligencję odpowiada za słabszy popyt na obligacje skarbowe?** Częściowo. Chociaż łączna emisja netto instrumentów dłużnych przedsiębiorstw, w dużej mierze związana z inwestycjami w AI, wzrosła z 48 mld USD od początku ubiegłego roku do 356 mld USD od początku bieżącego roku, co odpowiada około połowie podaży netto amerykańskich obligacji skarbowych wynoszącej 681 mld USD, stabilne spready swapowe nie wskazują ostatnio na silny efekt wypierania. W ujęciu strukturalnym spready kredytowe znajdujące się w pobliżu minimów z ostatniej dekady sugerują, że nierównowaga podażowa przesunęła się na niekorzyść obligacji skarbowych.

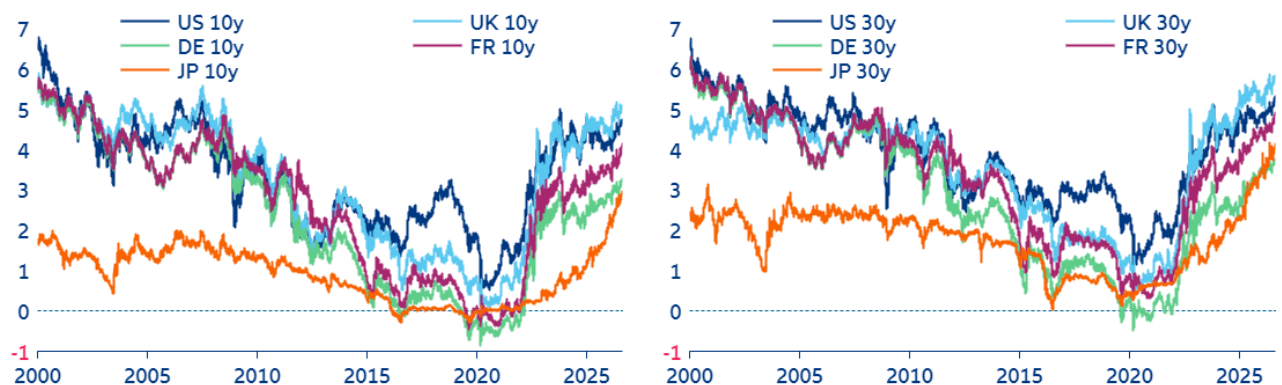
4. **Czy próby wprowadzenia dominacji fiskalnej przez sekretarza skarbu Scotta Bessenta mogą przynieść efekt odwrotny do zamierzonego?** Tak, jeśli zostaną nasilone. Odkupywanie mniej płynnych obligacji ze starszych serii lub wykorzystywanie nadwyżek gotówkowych do tymczasowego ograniczania emisji to zabiegi księgowe, które w średnim okresie nie doprowadzą do zmniejszenia emisji długu. Przy średnim terminie zapadalności długu wynoszącym zaledwie 5,9 roku Stany Zjednoczone pozostają bardzo podatne na zmiany warunków refinansowania. Ostatecznie jedynie wiarygodna konsolidacja fiskalna może zmniejszyć presję na rentowności.

5. **Czy wybory połówkowe w USA mogą poprawić perspektywę polityki fiskalnej?** Nie. Pomimo prawdopodobnego impasu politycznego oczekujemy jednak, że Demokraci i Republikanie

wypracują kompromis w sprawie umiarkowanego zacieśnienia fiskalnego, wynoszącego 0,5–0,6% PKB rocznie. Pozwoliłoby to do 2028 roku zmniejszyć o połowę tempo przyrostu zadłużenia, do około 1 pkt proc. PKB rocznie, ale nie ustabilizowałyby relacji długu do PKB.

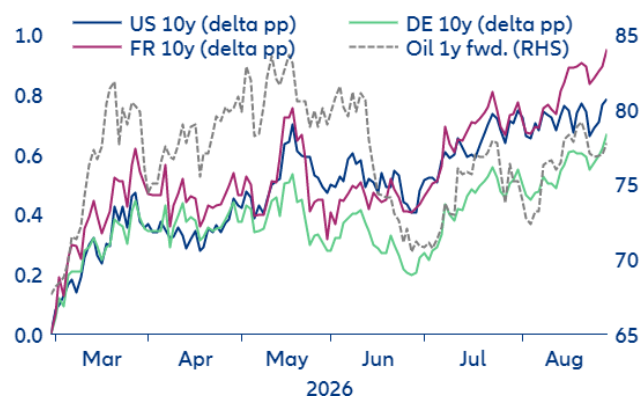
6. **Czy przewodniczący Fed Kevin Warsh będzie w stanie uspokoić rynki, jeśli sytuacja na rynku obligacji wyraźnie się pogorszy?** Tak. Zrobił to już w Jackson Hole, ponownie potwierdzając determinację Fed do obniżenia inflacji. Ponadto Fed dysponuje praktycznie nieograniczonymi możliwościami skupu obligacji w celu obniżenia ich rentowności. Interwencja taka nastąpiłaby jednak wyłącznie w przypadku zagrożenia dla prawidłowego funkcjonowania rynku, biorąc pod uwagę niechęć Warsha do stosowania luzowania ilościowego.
7. **Dolar traci, a Bitcoin i złoto zyskują. Czy powróciła strategia oparta na oczekiwaniu spadku wartości pieniądza?** Tak, ale w mniejszym stopniu niż w 2025 roku po tzw. Dniu Wyzwolenia. Po wywołanym wojną odwróceniu trendu w pierwszej połowie 2026 roku „twardy” koszyk aktywów, obejmujący metale szlachetne, osiągnął od lipca wynik o 15 pkt proc. lepszy niż „miękki” koszyk, obejmujący obligacje skarbowe, akcje i inflacyjne stopy break-even. Było to następstwem ponownego nasilenia obaw dotyczących dolara amerykańskiego.
8. **Czy europejskie obligacje odczuwają skutki rosnącej niestabilności politycznej?** Tak. Rządy są postrzegane jako mniej skłonne do przeprowadzenia koniecznego, lecz bolesnego zacieśnienia fiskalnego przed nadchodzącymi wyborami, zwłaszcza w warunkach rosnącego poparcia dla partii populistycznych w całej Europie. Francja i Włochy stanowią najbardziej widoczne źródła napięć. Spread między francuskimi obligacjami OAT a niemieckimi Bundami wynosi 85 pb, a do końca roku może wzrosnąć do 100 pb.
9. **Jaką rolę odgrywa w tym wszystkim Japonia?** Japonia zwiększa zawirowania na rynkach, ponieważ oczekujemy, że Bank Japonii do końca 2027 roku podniesie stopy procentowe łącznie o kolejne 75 pb, do poziomu 1,75%. Może to zachęcić japońskich inwestorów do repatriacji kapitału. Inwestorzy z Japonii posiadają amerykańskie obligacje skarbowe o wartości około 1,1 bln USD. Francja również jest szczególnie podatna na zmiany zagranicznych przepływów portfelowych, ponieważ nierezydenci posiadają około 56% jej długu publicznego.
10. **Perspektywy rynku obligacji: czy sytuacja może się pogorszyć, zanim zacznie się poprawiać?** Tak. Choć obecne poziomy rentowności wydają się atrakcyjne, negatywne sprzężenie zwrotne między rosnącymi stopami procentowymi a stabilnością zadłużenia może uruchomić samospełniające się scenariusze w kilku krajach, w tym we Francji, Włoszech, Wielkiej Brytanii, Japonii i Stanach Zjednoczonych. Szacujemy, że przed interwencją banków centralnych mogą wystąpić przejściowe skoki rentowności sięgające 70 pb. Ogólnie oceniamy jednak, że bilans ryzyk pozostaje zrównoważony, ponieważ każdy szok po stronie popytowej szybko doprowadziłby do spadku rentowności.

Wykres: Rentowności obligacji skarbowych wzrosły do najwyższych poziomów od wielu lat, a w niektórych przypadkach nawet od kilku dekad (Japonia)



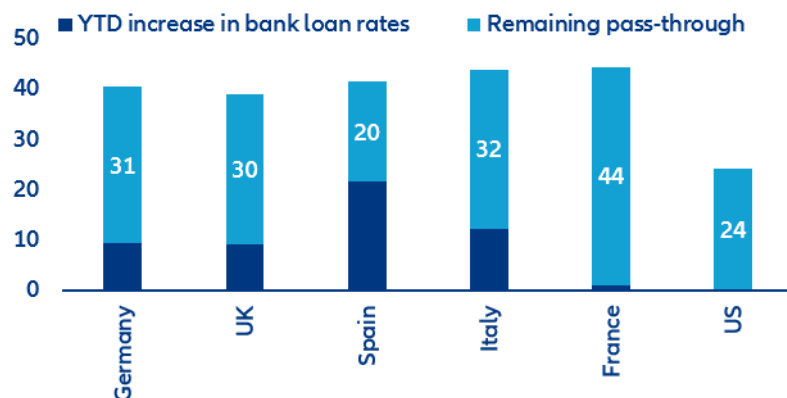
Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Wykres: W 2026 r. rentowności obligacji skarbowych wykazywały silną współzależność z długoterminowymi oczekiwaniami cen ropy naftowej.



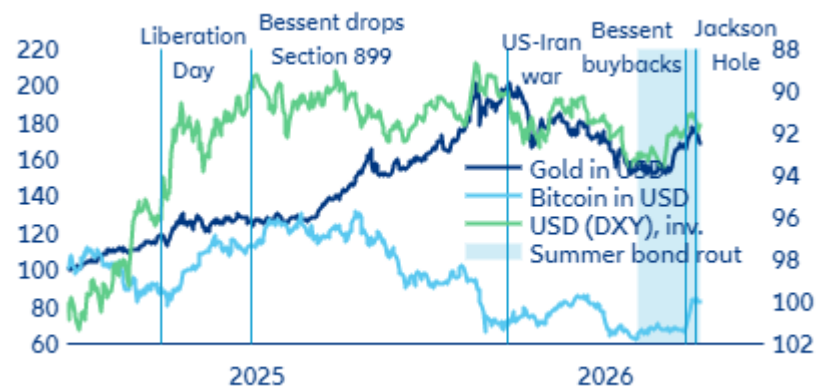
Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Wykres: Skala transmisji zmian podstawowych stóp procentowych na krótkoterminowe stopy procentowe banków



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Wykres: Bitcoin i złoto ponownie wzrosły, a USD osłabił się w ciągu lata



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Trade Research

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com

Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzedowski

+ 48 509 433 874

artur.niewrzedowski@multian.pl

Oceny te, jak zawsze, podlegają zastrzeżeniu przedstawionemu poniżej.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Oświadczenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować prognozy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań oraz inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na aktualnych poglądach i założeniach kierownictwa oraz wiążą się ze znanymi i nieznanymi ryzykami i niepewnościami. Rzeczywiste wyniki, osiągnięcia lub zdarzenia mogą znacznie różnić się od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać między innymi z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, szczególnie w podstawowej działalności i na głównych rynkach Grupy Allianz, (ii) sytuacji na rynkach finansowych (w szczególności zmienności rynkowej, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i skali ubezpieczonych szkód, w tym wynikających z katastrof naturalnych, oraz zmian kosztów likwidacji szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności oraz zachorowalności, (v) poziomów utrzymania polis, (vi) zwłaszcza w działalności bankowej, skali niewypłacalności kredytowej, (vii) poziomów stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, w tym kursu EUR/USD, (ix) zmian w przepisach ustawowych i wykonawczych, w tym przepisach podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym związanych z nimi kwestii integracyjnych, oraz działań reorganizacyjnych, oraz (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w ujęciu lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może stać się bardziej prawdopodobnych lub bardziej wyraźnych w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie przyjmuje na siebie obowiązku aktualizacji jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade to znak towarowy używany do oznaczenia zakresu usług świadczonych przez Euler Hermes.