Rynek długu

Wrzesień upłynął pod znakiem głębokiej wyprzedaży na globalnych rynkach długu, co doprowadziło do gwałtownego wzrostu rentowności obligacji skarbowych (spadku ich cen) do wieloletnich maksimów. Głównymi motorami napędowymi tego ruchu były powracająca presja inflacyjna wywołana napięciami geopolitycznymi na Bliskim Wschodzie, rosnące ceny ropy naftowej oraz jastrzębie decyzje kluczowych banków centralnych.

Dochodowość krajowych 10-letnich obligacji skarbowych zbliżyła się do poziomu 6,5%, osiągając najwyższe pułapy od marca 2023 roku. Rentowności papierów 2- i 5-letnich wzrosły w skali miesiąca o ponad 40 pb (obligacje 10-letnie 5,94% ; obligacje dwuletnie 4,87% na koniec września). Inwestorzy na rynku amerykańskich obligacji przeżyli ciężki miesiąc, a rentowności 10-latek przebiły psychologiczną barierę 5%, rentowności niemieckich obligacji dziesięcioletnich na koniec miesiąca wynosiły 3,59%.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Prezes NBP w czasie konferencji wskazał, że inflacja pozostaje w ramach celu, choć obecnie (dane za sierpień) w okolicy górnego pasma odchyleń. Z powodu konfliktu na Bliskim Wschodzie „przyszłość obciążona jest dużą dozą niepewności". Realny jest scenariusz, w którym inflacja wzrośnie powyżej pasma dopuszczalnych wahań wokół celu, ale obecnie warunki są mniej sprzyjające do „rozlewania się inflacji" i występowania efektów drugiej rundy. Adam Glapiński stwierdził, że przed nami dłuższy okres stabilnego kosztu pieniądza. Osobista ocena prezesa NBP zakłada, iż pozostaną one niezmienione do pierwszej połowy roku przyszłego. Bieżący poziom stóp procentowych określony zostały jako „właściwy" i „niewysoki". Prezes dopuścił, że w perspektywie roku może zdarzyć się podwyżka, ale sugerował, iż jest ona bardzo niepewna, tak jak natura szoku podbijającego inflację (wojna). Obecnie Rada Polityki Pieniężnej pozostaje w trybie uzależnienia swoich decyzji od napływających danych.

Europejski Bank Centralny drugi raz w tym roku podniósł stopy procentowe o 25 pb. Podczas konferencji Ch. Lgarde powiedziała, że decyzja została podjęta jednomyślnie i była uzasadniona prognozami. Inflacja utrzyma się powyżej celu do drugiej połowy 2027 roku, bank spodziewa się także nieco podwyższonej inflacji bazowej, ale długoterminowe oczekiwania inflacyjne pozostają zakotwiczone w okolicach celu. W kontekście wojny na Bliskim Wschodzie, ryzyka dla wzrostu PKB przeważają, a bilans ryzyk inflacyjnych jest skierowany w górę. Instrumenty rynkowe wyceniają 20 pb. podwyżki na posiedzeniu pod koniec października i 41pb łącznie do końca br. oraz 88pb podwyżki łącznie do lipca 2027.

Zgodnie z wycenami rynkowymi FED jednogłośnie podniósł stopy procentowe o 25 punktów, do poziomu 3,75-4%. Podczas konferencji prezes FED, Kevin Warsh powiedział, że przywrócenie stabilności cen było zapowiadane i decyzja o podwyżce jest z nim zgodna, inflacja bazowa musi zmierzać w kierunku celu inflacyjnego Fed, ale tak się jeszcze nie dzieje, gospodarka jest odporna i nabiera rozpędu, a stopa bezrobocia odpowiada stanowi pełnego zatrudnienia. Następne posiedzenie odbędzie się w dniach 27-28 października, instrumenty rynkowe wyceniają obecnie 13pb podwyżki na tym posiedzeniu i 32pb łącznie do końca br. oraz 70pb łącznie do końca 2027.

We wrześniu Ministerstwo Finansów przeprowadziło dwa przetargi sprzedaży i jeden zamiany obligacji, łączna sprzedaż wyniosła ponad 28 mld PLN, wartość obligacji odkupionych wyniosła 4,2 mld PLN. Stopień sfinansowania

tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto wzrósł do ok 79%, na październik zaplanowane są trzy przetargi sprzedaży, w ramach których Ministerstwo zaoferuje kolejną serię obligacji opartych na wskaźniku POLSTR, NZ0332.

Rynek akcji polskich

Wrzesień 2026 był kolejnym udanym miesiącem dla inwestorów na warszawskiej giełdzie. Indeks szerokiego rynku WIG zyskał ponad 3%, a jego stopa zwrotu od początku roku przekroczyła już jedną trzecią. Rynek ponownie ciągnęły w górę największe spółki. Ich przewaga nad segmentem małych i średnich spółek była tym wyraźniejsza, że mWIG40 i sWIG80 zakończyły miesiąc pod kreską. Siła, a zarazem spokój panujący na GPW mogą zaskakiwać, biorąc pod uwagę natłok wydarzeń i informacji, z którymi inwestorzy musieli się zmierzyć w minionych tygodniach.

Tło geopolityczne nie uległo poprawie. Linia frontu w wojnie rosyjsko-ukraińskiej pozostaje w zasadzie zamrożona, ale ataki dalekiego zasięgu i działania hybrydowe poza terytorium Ukrainy systematycznie przybierają na sile. W rejonie Zatoki Perskiej utrzymuje się pat: kolejne próby dyplomatycznego rozwiązania konfliktu nie przyniosły przełomu. Pewną ulgę rynkom przynoszą sygnały o rosnącym ruchu tankowców przez cieśninę Ormuz, choć wciąż są one fragmentaryczne i trudne do zweryfikowania. Nie zmienia to ogólnego obrazu: węglowodory pozostają bardzo drogie, a produkty rafineryjne jeszcze droższe.

Sytuacja ta przekłada się już na dane makroekonomiczne, na razie przede wszystkim na inflację. Czas pokaże, czy szok surowcowy wywoła trwałą presję cenową i wyraźne spowolnienie gospodarcze, ale swoje piętno odcisnął już na polityce pieniężnej. Najważniejsze banki centralne porzuciły plany dalszego luzowania i ponownie rozważają tempo oraz skalę podwyżek stóp procentowych. W połączeniu z niesłabnącymi deficytami budżetowymi przełożyło się to na gwałtowną przecenę obligacji i skokowy wzrost rentowności.

Polska nie jest tu wyjątkiem. Według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI przyspieszyła we wrześniu do 4,0% r/r (z 3,4% w sierpniu), wychodząc ponad górną granicę pasma odchyleń od celu NBP. Główną przyczyną były paliwa, droższe o ponad 36% r/r. Wymykający się spod kontroli deficyt finansów publicznych, w połączeniu z impasem legislacyjnym, wywindował rentowności obligacji skarbowych do niepokojących poziomów. Rynkowi długu nie pomogła decyzja agencji Moody's, która 18 września obniżyła rating Polski z A2 do A3. Była to pierwsza obniżka tej agencji od 24 lat, a ocena zrównała się z ratingami Fitch i S&P (A-), przy czym Fitch utrzymuje perspektywę negatywną. Zmiana oczekiwań co do ścieżki stóp procentowych wsparła natomiast sektor bankowy: indeks WIG-Banki wyznaczył nowe historyczne maksima. Wzrost rentowności obligacji przy jednoczesnej kontynuacji hossy na rynku akcji sprowadził rynkową premię za ryzyko do bardzo niskich poziomów. Oznacza to, że margines bezpieczeństwa w wycenach polskich akcji wyraźnie się zawęził, a rynek staje się coraz bardziej wrażliwy na negatywne zaskoczenia, zarówno makroekonomiczne, jak i geopolityczne.

Globalny Rynek Akcji

Wrzesień paradoksalnie nie obfitował w zmienność na rynku akcji, mimo że otoczenie rynkowe temu sprzyjało. Mamy na myśli przede wszystkim kontynuację zmierzającego donikąd konfliktu z Iranem, co spowodowało gwałtowne

odbicie cen ropy naftowej na rynkach. W tle umacniał się dolar amerykański, co pociągnęło za sobą w dół ceny metali szlachetnych. Tematem numer jeden bezsprzecznie były rentowności długu rządowego, gdyż dochodowość amerykańskich 10-latek przekroczyła 5% i na koniec września notowaliśmy 5,29%, co jest poziomem wyraźnie wyższym niż szczyty z 2023 r. Lipiec owego roku to także był ostatni raz, kiedy FOMC podniósł stopę funduszy federalnych, tym samym od ostatniej podwyżki minęło ponad 3 lata i na wrześniowym posiedzeniu oficjalnie podwyższone zostały stopy do przedziału 3,75-4%. Trzeba jednak zaznaczyć, że jest to pewna formalność, gdyż przy tak uporczywym wzroście rentowności na rynkach, to de facto same rynki wykonały pracę za Fed. Niemniej, rynki na koniec września zakładały jeszcze jedną podwyżkę do końca roku o 25 pb.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
AKCJE	Indeks VIX	9,52%	-0,67%	-35,29%	14,03%	0,37%	-2,33%	-6,74%
	MSCI World Growth	-0,17%	-0,16%	18,46%	7,57%	11,18%	35,23%	84,64%
	MSCI Emerging Markets	-0,84%	-1,05%	22,02%	21,56%	26,66%	45,61%	78,94%
	MSCI World	-1,31%	1,60%	15,13%	9,97%	13,84%	31,68%	71,83%
	MSCI World Value	-2,43%	3,42%	12,31%	12,41%	16,40%	27,57%	58,52%
	MSCI World Small Cap	-4,36%	-4,08%	9,89%	10,13%	13,79%	27,14%	56,18%
FX I SUROWCE	Ropa Brent	14,41%	41,98%	-12,52%	67,20%	54,48%	44,25%	8,62%
	Bloomberg Dollar Spot Index	1,97%	-0,22%	0,34%	1,37%	1,60%	-0,26%	-3,66%
	EURPLN	0,78%	1,50%	1,76%	3,32%	2,28%	1,86%	-5,64%
	Bloomberg Commodity Index	0,30%	15,11%	4,83%	26,62%	35,51%	41,30%	35,24%
	Złoto spot	-6,31%	3,73%	-10,94%	-4,20%	7,73%	57,80%	124,89%
DŁUG	Bloomberg Global Aggregate Index	-2,38%	-2,46%	-1,61%	-2,77%	-2,43%	-0,09%	11,89%
	Bloomberg Global High Yield Index	-2,96%	-2,24%	1,18%	-0,16%	2,10%	11,49%	32,65%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Wrzesień przyniósł wyraźną próbę sił i okres wyższej zmienności w amerykańskim sektorze technologicznym. Po sierpniowej fali optymizmu wywołanej potwierdzeniem rekordowych budżetów inwestycyjnych (CapEx) przez cyfrowych gigantów, wrzesień postawił inwestorów przed bardziej wymagającym otoczeniem makroekonomicznym. Kluczowym wydarzeniem miesiąca była decyzyjna zmiana akcentów w polityce monetarnej oraz ponowne zacieśnienie uwagi rynku wokół ograniczeń sprzętowych i energetycznych, z którymi mierzy się rozbudowa nowej generacji centrów danych. Mimo to, fundamentalny popyt na moce obliczeniowe dedykowane sztucznej inteligencji pozostał niezmiennie silny.

Głównym czynnikiem schładzającym nastroje na wycenach spółek technologicznych w połowie września stał się rynek długu i sygnały z amerykańskiego banku centralnego (Fed). Wobec wciąż lepkiej inflacji bazowej i solidnego wzrostu gospodarczego, rentowności długoterminowych obligacji skarbowych w USA utrzymały się na podwyższonych poziomach. Zjawisko to wywarło bezpośrednią presję na wyceny spółek o najwyższych wskaźnikach C/Z, w tym na projektantów oprogramowania oraz wybrane podmioty z sektora półprzewodników, skłaniając część kapitału do realizacji zysków pod koniec III kwartału. Warto zauważyć, że mimo dodatnich stóp zwrotu od początku roku z amerykańskich indeksów, ich wskaźniki C/Z spadły o 3-4 punkty, co potwierdza po raz kolejny,

iż tegoroczne stopy zwrotu kreowane są przez wzrost wyników w spółkach oraz dodatnie rewizje prognoz wynikowych na kolejne okresy. Ten proces dla indeksu S&P 500 widoczny jest na poniższym wykresie.

Wykres: Wskaźnik C/Z (P/E) dla S&P 500 spadł w tym roku wraz ze wzrostem stóp procentowych

Źródło: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research.

Jednocześnie wrzesień przyniósł ostateczne przypieczętowanie zmiany układu sił wewnątrz samego łańcucha dostaw AI. Inwestorzy wyraźnie zróżnicowali spółki obiecujące przyszłe przychody z aplikacji AI od podmiotów, które już dziś dostarczają fizyczną infrastrukturę – sprzęt zasilający, systemy chłodzenia oraz składowanie danych. W efekcie, wrzesień utrwalił silną pozycję dostawców rozwiązań sprzętowych niezbędnych do utrzymania ciągłości pracy fizycznych „fabryk sztucznej inteligencji". Liderem wzrostów był sektor półprzewodników, który zanotował dwucyfrową stopę zwrotu, a prym wiedli producenci klasycznych procesorów CPU oraz specjalistycznych rozwiązań z zakresu łączności i osprzętu sieciowego dla centrów danych. Od kilku miesięcy obserwujemy przesuwanie się optyki rynkowej na obszary i walory spółek związanych z przesyłem energii oraz danych wewnątrz centrów danych. Jest to dosyć naturalny proces, ponieważ wraz ze wzrostem mocy obliczeniowych w klastrach serwerów oraz udziału inferencji w wykorzystaniu tychże mocy obliczeniowych, coraz mocniej na znaczeniu zyskują najnowsze i bardziej efektywne technologie przesyłu ogromnych ilości danych w jak najkrótszym czasie.

W sektorze oprogramowania wrzesień przyniósł dalszą kompresję wycen. Inwestorzy bezwzględnie przeceniali spółki, które nie potrafiły wykazać bezpośredniej monetyzacji wdrażanych funkcji AI lub mierzyły się z rosnącymi kosztami korzystania z zewnętrznych mocy obliczeniowych chmury. Wzrosty zachowały jedynie te podmioty, które posiadają unikalne, trudne do zreplikowania zbiory danych *enterprise*.

INDEKSY (30.09.2026)	1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
WIG	3,17%	16,03%	28,52%	34,24%	47,97%	89,00%	140,66%
NASDAQ Composite	1,86%	2,47%	24,41%	14,70%	18,54%	47,68%	103,20%
Nikkei 225	0,67%	-4,72%	30,73%	32,61%	48,56%	76,04%	109,54%
S&P 500	-0,45%	2,03%	17,20%	10,95%	14,40%	32,78%	78,44%
MSCI Emerging Markets	-0,84%	-1,05%	22,02%	21,56%	26,66%	45,61%	78,94%
STOXX 600 Europe	-2,49%	-1,07%	8,87%	7,10%	13,74%	21,42%	41,02%
DAX	-4,03%	0,81%	11,11%	2,89%	5,52%	30,40%	63,77%
Dow Jones Industrial Average	-4,29%	-2,70%	9,85%	5,25%	9,72%	20,26%	51,92%
Russell 2000	-5,40%	-7,52%	12,04%	11,85%	14,79%	25,42%	56,68%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

NOTA PRAWNA

Niniejszy materiał ma charakter informacyjno-marketingowy i nie stanowi: usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego, rekomendacji lub gwarancji realizacji określonego celu inwestycyjnego lub uzyskania określonego wyniku finansowego, jak również oferty zawarcia umowy w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. działa na podstawie zezwolenia i jest nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego.

IPOPEMA TFI S.A. dokłada starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych IPOPEMA TFI S.A. lub ze źródeł zewnętrznych uznanych przez IPOPEMA TFI S.A. za wiarygodne. IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje, że informacje zawarte w materiale marketingowym są wyczerpujące, poprawne i kompletne i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ich autorów lub IPOPEMA TFI S.A. i stanowią wyraz ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z uznanych za kompetentne rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Dane zawarte w Materiale mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z aktualnymi dokumentami prawnymi Funduszu oraz skontaktować się z IPOPEMA TFI S.A., celem uzyskania aktualnych informacji. IPOPEMA TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku wykorzystania Materiału marketingowego niezgodnie z przeznaczeniem.

Ogólna treść noty prawnej oraz informacje o IPOPEMA TFI S.A. dostępne są pod adresem https://ipopematfi.pl/nota-prawna.

Materiał chroniony jest prawami autorskimi, a jego kopiowanie lub rozpowszechnianie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA TFI S.A.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, pod adresem: ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000278264, NIP 108-000-30-69, kapitał zakładowy 10.599.441,00 zł w całości opłacony.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników SFIO.