



Rynek długu

We wrześniu dochodowości obligacji nieznacznie spadły (ceny wzrosły), największą zmianę (z 4,34% na koniec sierpnia do 4,23% na koniec września) odnotowały obligacje dwuletnie. Obligacje pięcioletnie były handlowane w przedziale 4,92%-4,84%, a dziesięcioletnie 5,52%-5,46%. Na rynku amerykańskim miesiąc również zakończył się spadkami rentowności papierów długoterminowych z 4,22% do 4,15%; rentowności obligacji niemieckich na koniec miesiąca wyniosły 2,71%.

Amerykański Bank Centralny, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi obniżył stopy procentowe o 25 punktów, do poziomu 4,00-4,25%. Decyzja była pierwszą zmianą od końca 2024, kiedy to obniżono stopy łącznie o 100 pb. Prezes J.Powell ocenił, że rynek pracy znalazł się w „osobliwej równowadze”, w której stopa bezrobocia nie rośnie istotnie dlatego, że wraz z popytem na pracę, spada też jej podaż. W takich warunkach nie można już mówić, że rynek pracy jest w „solidnej kondycji”, co oznacza, że FED powinien zmierzać w kierunku bardziej neutralnej polityki monetarnej, która obecnie jest restrykcyjna. Nowy wykres kropkowy, pokazujący prognozę ścieżki stóp procentowych według członków Rezerwy, wskazuje, że na koniec 2025 stopy spadną do 3,6%, co oznacza jeszcze 2 obniżki w tym roku (o jedną więcej niż w projekcji z czerwca). Na 2026 i 2027 zakładane jest po jednej obniżce o 25pb, a na 2028 – stabilizacja stóp. Kolejne posiedzenie FOMC zaplanowano na 28-29 października.

Europejski Bank Centralny utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie (stopa refinansowa 2,15%), co było zgodne z oczekiwaniami. Podczas konferencji prezes Ch.Lagarde stwierdziła, że gospodarka strefy euro jest odporna, rynek pracy jest w solidnej kondycji, a bilans ryzyk dla wzrostu gospodarczego jest teraz bardziej zrównoważony. Według przewodniczącej proces dezinflacji w strefie euro zakończył się, a wskaźniki inflacji pozostają zgodne z celem banku.

Rada Polityki Pieniężnej zaskoczyła analityków obniżając stopy procentowe w pierwszych dniach października o 25 punktów, podczas gdy większość spodziewała się cięcia stóp w listopadzie. W komunikacie po posiedzeniu, jako uzasadnienie decyzji wskazano poprawę perspektyw inflacji w najbliższym czasie oraz stopniowe obniżanie się dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw.

Agencja ratingowa Moody's utrzymała rating kredytowy Polski na poziomie A2, ale zmieniła jego perspektywę ze stabilnej na negatywną. Jako główny powód wskazano pogorszenie perspektyw deficytu i długu publicznego Państwa. Według prognoz Moody's deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wyniesie 6,8% w 2025 roku i 6,6% w 2026; dług w 2026 będzie stanowił 65% PKB zmierzając w kierunku 70% PKB do 2030 roku.

We wrześniu odbyły się trzy przetargi obligacji, na których Ministerstwo Finansów uplasowało papiery o wartości blisko 26 mld PLN przy popycie przekraczającym 30 mld PLN.

Szczególnie dobry wynik sprzedaży obligacji osiągnięty został na ostatnim przetargu, który z pewnością wsparty został przez środki z wykupu obligacji PFR w wysokości 15,2 mld PLN.

Ponownie największy udział w sprzedaży miały 5-letnie papiery stałokuponowe. Na październik zaplanowane są trzy przetargi sprzedaży obligacji oraz jeden przetarg sprzedaży bonów skarbowych.



Rynek akcji polskich

We wrześniu 2025 roku na warszawskiej giełdzie po słabszym sierpniu powróciły wzrosty, czemu towarzyszyła znaczna zmienność nastrojów inwestorów. Indeks WIG20 zakończył miesiąc zyskiem 1,2%, szeroki WIG wzrósł o 1,5%, a najsilniej zwyżkowały akcje małych spółek reprezentowanych przez sWIG80, osiągając zwrot na poziomie 2,6%. Jedynie indeks mWIG40 odnotował niewielki spadek o 0,4%. Na koniec września WIG kształtował się na poziomie ok 108 tys. punktów, a WIG20 osiągnął poziom 2 874 punktów.

We wrześniu najsilniejszą dynamikę wzrostów wykazały spółki surowcowe i energetyczne, które zdominowały zestawienie liderów. Wśród największych beneficjentów znalazł się KGHM (+7,57%), który reagował na wzrosty cen metali szlachetnych oraz pozytywne oceny analityków. Znakomicie radził sobie również Orlen, któremu sprzyjały utrzymujące się wysokie marże rafineryjne, wynikające między innymi z ograniczeń podaży po ukraińskich atakach na rosyjski przemysł naftowy.

Wrzesień przyniósł także istotne wydarzenia makroekonomiczne. Inflacja CPI ustabilizowała się na poziomie około 2,9% r/r, co w połączeniu z hamującą dynamiką płac skłoniło RPP do kontynuacji cyklu obniżek stóp procentowych. Po październikowym dostosowaniu stopa referencyjna spadła już o 1,25 punktu procentowego w 2025 roku i wynosi obecnie 4,50%. Obok procedowanej w sejmie podwyżki CIT jest to drugi istotny czynnik wpływający negatywnie na sektor bankowy, który w omawianym okresie wykazywał słabość.

Patrząc w przyszłość, otoczenie rynkowe pozostaje wymagające, a czynniki ryzyka to obok wciąż turbulentnego otoczenia geopolitycznego przede wszystkim polityka fiskalna. Rząd w projekcie budżetu na 2026 rok zbliżył się niebezpiecznie do pierwszego progu ostrożnościowego i w zasadzie jest zmuszony szukać konsolidacji budżetu. W odróżnieniu od poprzedników nie może bowiem liczyć na wsparcie prezydenta przy obchodzeniu ustawy o finansach publicznych, wsparcie w kwestii zwiększania dochodów lub zmniejszaniu wydatków też wydaje się "umiarkowane".



Globalny Rynek Akcji

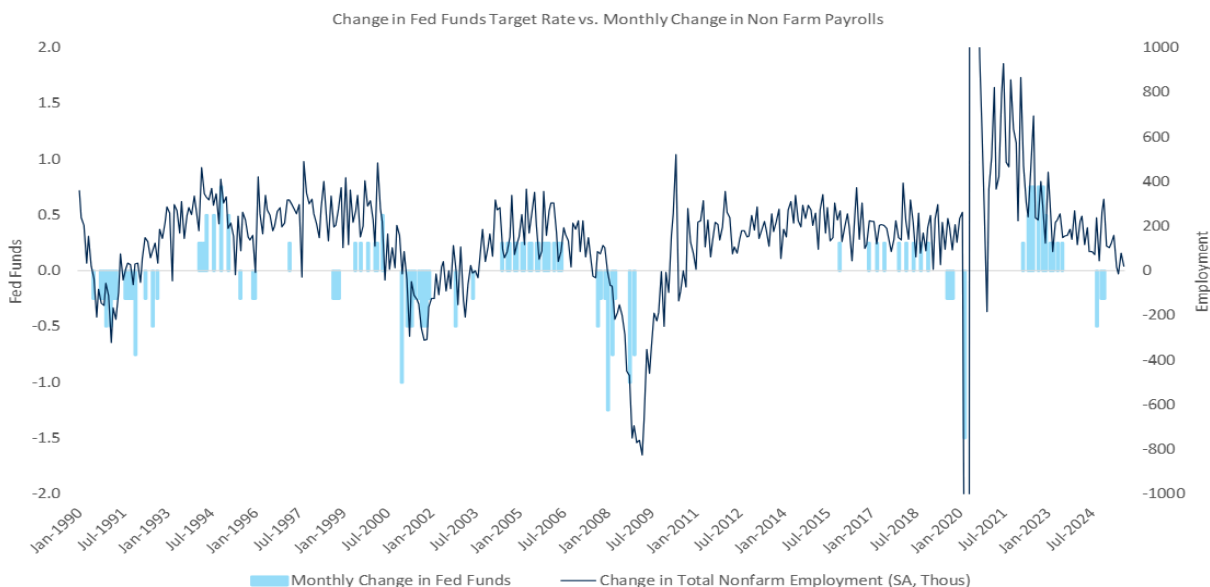
Wrzesień na rynkach akcji zupełnie zignorował statystyki podpowiadające, że historycznie jest to nieco słabszy okres dla akcji i w USA zanotowaliśmy najlepszy wrzesień od 15 lat. Inwestorzy nie przejęli się słabnącym rynkiem pracy w USA, gdyż taki trend generuje oczekiwania na wyższe tempo obniżek stóp przez FOMC, przynajmniej tak podpowiada historyczny wzorzec z ostatnich 30 lat. To w naturalny sposób, podobnie jak w sierpniu, premiowało, obszary rynku o wyższej wrażliwości na poziom stóp procentowych takie jak małe spółki, sektory biotechnologii oraz czystych technologii. Niekwestionowaną gwiazdą w szerszym spojrzeniu na rynki było złoto, którego cena zwyżkowała o prawie 12% i w bieżącym roku wzrost sięgnął już niemal 50%, co jest najlepszym wynikiem od...1979 r. Jest to także trzeci z rzędu rok wzrostu cen złota, co dobitnie pokazuje, że inwestorzy uwierzyli w hossę na rynkach metali szlachetnych. W ślad za złotem podążały także ceny pozostałych kruszców, gdyż notowania srebra i platyny zwyżkowały odpowiednio o 17,13% oraz 14,66%. Słaby dolar, wysokie ryzyko geopolityczne i utrzymujący się wysoki popyt na fizyczne kruszce oraz znaczne napływy do funduszy ETF opartych o metale szlachetnych wszystkie

te czynniki sprzyjają wzrostom cen na tych rynkach. Podsumowując, wrzesień był zdecydowanie miesiącem, gdzie inwestorzy zaostrzyli swój apetyt na ryzyko.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	↑ IM	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
AKCIE	MSCI Emerging Markets	6,96%	10,08%	22,21%	25,16%	14,96%	41,28%	53,70%
	Indeks VIX	5,99%	-2,69%	-26,93%	-6,17%	-2,69%	-7,08%	-48,51%
	MSCI World Growth	4,50%	8,44%	27,33%	17,28%	21,63%	66,08%	108,57%
	MSCI World	3,09%	6,96%	18,69%	16,15%	15,68%	50,94%	81,06%
	MSCI World Small Cap	1,76%	8,11%	20,00%	15,03%	11,74%	37,26%	53,78%
	MSCI World Value	1,54%	5,34%	10,21%	14,89%	9,59%	36,18%	55,40%
FX I SUROWCE	Złoto spot	11,92%	16,83%	23,54%	47,04%	46,47%	108,75%	132,38%
	Bloomberg Commodity Index	1,79%	2,56%	-1,67%	5,94%	4,27%	-0,20%	-6,15%
	EURPLN	0,08%	0,52%	1,85%	-0,29%	-0,41%	-7,74%	-12,14%
	Bloomberg Dollar Spot Index	-0,04%	0,86%	-5,80%	-8,34%	-1,83%	-5,18%	-10,25%
	Ropa Brent	-1,61%	-0,87%	-10,33%	-10,21%	-6,62%	-29,68%	-23,81%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	0,67%	2,60%	7,61%	9,60%	9,20%	29,92%	47,35%
	Bloomberg Global Aggregate Index	0,65%	0,60%	5,14%	7,91%	2,40%	14,68%	17,25%

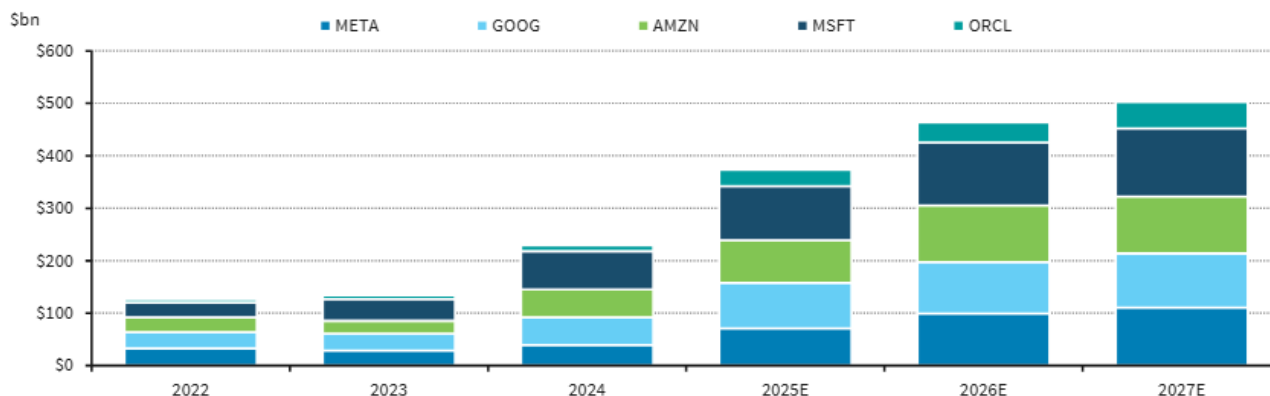
Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

Sytuacja na rynku pracy pozostaje kluczową zmienną makroekonomiczną w optyce inwestorów, gdyż „maksymalne zatrudnienie” jest połową dualnego mandatu Fed, a dane z ostatnich miesięcy wskazują na pełzające pogorszenie warunków rynkowych. Diabeł oczywiście tkwi w szczegółach, gdyż po stronie zwolnień trudno dostrzec cokolwiek niepokojącego. Jeśli już, to zauważalny jest wzrost zwolnień w sektorze technologicznym, za czym stoi rewolucja sztucznej inteligencji, lecz należy pamiętać, iż w USA sektor technologiczny to ledwie ponad 2% wszystkich zatrudnionych. Pogorszenie wynika w znaczącym stopniu ze słabnącej kreacji miejsc pracy, co jest po części efektem niepewności związanej z wojną handlową, a z drugiej strony postępującą automatyzacją i algorytmizacją procesów w wielu branżach. Mówiąc inaczej, spółki antycypują spadek popytu na pracę ludzką i, w związku z tym, stopniowo zamrażają albo tną budżety i plany rekrutacyjne. Sam Przewodniczący Fed, Jerome Powell, po wrześniowej konferencji wskazywał również na fakt spadku napływu imigrantów, co jest bezpośrednim skutkiem polityki Białego Domu. Tak czy owak, liczba otwartych rekrutacji w amerykańskiej gospodarce spadła poniżej 6,5 mln, co jest najniższym poziomem od wielu lat. Tym samym, pogłębiają się strukturalne problemy istniejące od lat i, w naszej ocenie, polityka Fed nie będzie miała tutaj istotnego wpływu, więc podchodzimy nieco ostrożnie do skoków optymizmu na rynku związanych ze słabymi danymi z rynku pracy. Niższy poziom zatrudnienia w USA będzie wywierał negatywną presję na poziom realnego funduszu płac, co z kolei może finalnie negatywnie rzutować na dynamikę wzrostu amerykańskiej konsumpcji. Są to oczywiście implikacje rozłożone „do przodu” i tezy obciążone sporym ryzykiem, lecz warto je mieć „z tyłu głowy”. Na wykresie poniżej ilustracja wspomnianej zależności między słabnącym rynkiem pracy w USA a cyklem obniżek stóp przez FOMC.



Źródło: William Blair, opracowanie własne.

Gwiazdami wrześniowych wzrostów były spółki z szerokiego koszyka walorów związanych z boomem na centra danych oraz sztuczną inteligencję. Największym pozytywnym zaskoczeniem w tym obszarze były wyniki kwartalne spółki Oracle Corp., która pokazała wzrost nowego biznesu, mierzonego wskaźnikiem RPO, o niewiarygodne ok. 230% w ciągu jednego kwartału, co przekłada się na nominalny przyrost o ponad 300 mld USD. Trudno sobie przypomnieć tak gwałtowny wzrost jednej z kluczowych metryk biznesowych w tak dużej spółce, co naturalnie wywołało gwałtowną reakcję kursu dzień po wynikach (ponad 35% wzrost kursu). Optymizm siłą rzeczy „rozlał się” na szerokie grono spółek, w tym infrastrukturalnych i energetycznych, gdyż inwestorzy nabrali przekonania, że w średnim terminie konieczne będzie dalsze zwiększanie mocy obliczeniowych w centrach danych. Przypominamy, że początek roku oznaczał ogromny wzrost obaw w tym obszarze, co było pokłosiem ujawnienia możliwości DeepSeeka. Z drugiej strony, na polu wielkich modeli językowych istnieje ogromna konkurencja, a jakość tychże modeli jest w dużym stopniu zależna od dostępnych mocy obliczeniowych. Wielokrotnie to podkreślali najważniejsi aktorzy w boomie na sztuczną inteligencję, jak choćby Sam Altman czy Elon Musk. Generalnie, cały sezon wyników kwartalnych był per saldo pozytywny dla „koszyka AI”, a wyniki Oracle Corp. były przysłowiową „wisienką na torcie”. Poniżej widzimy zaktualizowane prognozy wydatków inwestycyjnych w gronie hyperscalerów, które wskazują na przyrost o niemal 150 mld USD w kolejnych dwóch latach.



Źródło: Barclays Research.

Za nami 9 miesięcy roku, co naturalnie rodzi pytania czy rynki akcji będą w stanie „dowieźć” stopy zwrotu w IV kwartale. Momentum wynikowe w kluczowych motorach hossy pozostaje korzystne, mowa tu zwłaszcza o hyperscalerach, co nieoczekiwanie z dużym „przypływem” potwierdziły wyniki najmniejszej spółki z tej grupy, czyli w/w Oracle Corp. Wpływ wojny handlowej okazał się słabszy niż powszechnie oczekiwano pół roku temu, a dodatkowo spółki jeszcze w II kw. br. sprawnie komunikowały wpływ na wyniki, co pozwoliło inwestorom raczej bezboleśnie zaabsorbować ten szok. Nie należy oczywiście tracić czujności, ale uczciwie należy założyć, że obecnie sentyment na rynkach akcji mogłoby popsuć w zasadzie tylko jakieś niespodziewane wydarzenie lub szok. Upływ czasu z pewnością będzie sprzyjał dobremu zakończeniu roku, gdyż od połowy grudnia aktywność inwestorów stopniowo zmniejsza się. Kluczowy dla zakończenia roku będzie oczywiście okres publikacji wyników za III kw., a wraz z nimi komentarze zarządów do perspektyw na 2026 r.

W centrum uwagi z pewnością będzie kolejne posiedzenie FOMC oraz najważniejsze dane makroekonomiczne z amerykańskiej gospodarki.

INDEKSY (30.09.2025)	↑ 1M	3M	6M	YTD	12M	24M	36M
MSCI Emerging Markets	6,96%	10,08%	22,21%	24,82%	14,96%	41,28%	53,70%
NASDAQ Composite	5,61%	11,24%	30,99%	16,28%	24,58%	71,42%	114,27%
Nikkei 225	5,18%	10,98%	26,15%	12,63%	18,49%	41,04%	73,24%
S&P 500	3,53%	7,79%	19,18%	13,23%	16,07%	55,98%	86,54%
Russell 2000	2,96%	12,02%	21,10%	9,37%	9,26%	36,49%	46,36%
Dow Jones Industrial Average	1,87%	5,22%	10,47%	8,98%	9,61%	38,47%	61,52%
WIG	1,52%	1,60%	10,85%	33,66%	27,73%	62,64%	131,37%
STOXX 600 Europe	1,46%	3,11%	4,54%	10,56%	6,75%	23,98%	43,92%
DAX	-0,09%	-0,12%	7,75%	19,95%	23,57%	55,20%	97,13%

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 opartej na informacjach z uznanych za kompetentne rynkowych źródeł, obowiązujących 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.