

Komentarz do sytuacji na rynkach finansowych

- Wzrost rentowności pozostawał dominującym trendem na światowych rynkach obligacji
- Wyższe ceny energii zwiększyły oczekiwania na podwyżki stóp, ale nie spowodowały dotychczas szerokiego nawrotu presji inflacyjnej.
- Mimo obniżki ratingu i wysokich potrzeb pożyczkowych popyt na polskie obligacje skarbowe pozostawał mocny.
- Większość światowych rynków akcji zakończyła miesiąc spadkami, przy szczególnie słabym zachowaniu giełd europejskich.
- Warszawska giełda należała do najmocniejszych rynków akcji, a za jej relatywnie dobre wyniki odpowiadało przede wszystkim zachowanie największych spółek.
- Złoto pod presją realnych stóp procentowych

Wstęp

Wrzesień był dla inwestorów miesiącem ożywienia informacyjnego po wakacyjnej przerwie. Do przedłużającego się konfliktu na Bliskim Wschodzie dołączyły decyzje największych banków centralnych: EBC kontynuował rozpoczęty w czerwcu cykl podwyżek stóp, a Fed po raz pierwszy od 2023 r. podniósł koszt pieniądza. Wzrost rentowności objął niemal wszystkie kluczowe rynki długu, a w Polsce nałożył się dodatkowo na zmianę oczekiwań co do przyszłych decyzji RPP.

Skala wrześniowych ruchów ponownie przypomina, że obligacje, choć historycznie mniej zmienne niż akcje, również podlegają okresowym wahaniom rynkowych wycen. Jednocześnie reakcja poszczególnych segmentów rynku była wyraźnie zróżnicowana. Obligacje o stałym kuponie i długim terminie do wykupu reagowały na wzrost rentowności najsilniej, a papiery zmiennokuponowe i krótkoterminowe w znacznie mniejszym stopniu. O zachowaniu inwestycji obligacyjnych w dużej mierze decyduje więc ich konstrukcja, w tym wrażliwość portfela na zmiany stóp procentowych, czyli duracja.

Wyższe rentowności mają również swoją pozytywną stronę. Wyższe rentowności mają również swoją pozytywną stronę. Oznaczają, że dochód odsetkowy generowany przez obligacje odgrywa większą rolę w budowaniu wyniku inwestycji. Dzięki temu bieżące wpływy z odsetek mogą w pewnym stopniu łagodzić wpływ wahań cen obligacji na wynik inwestycji.

Obligacje

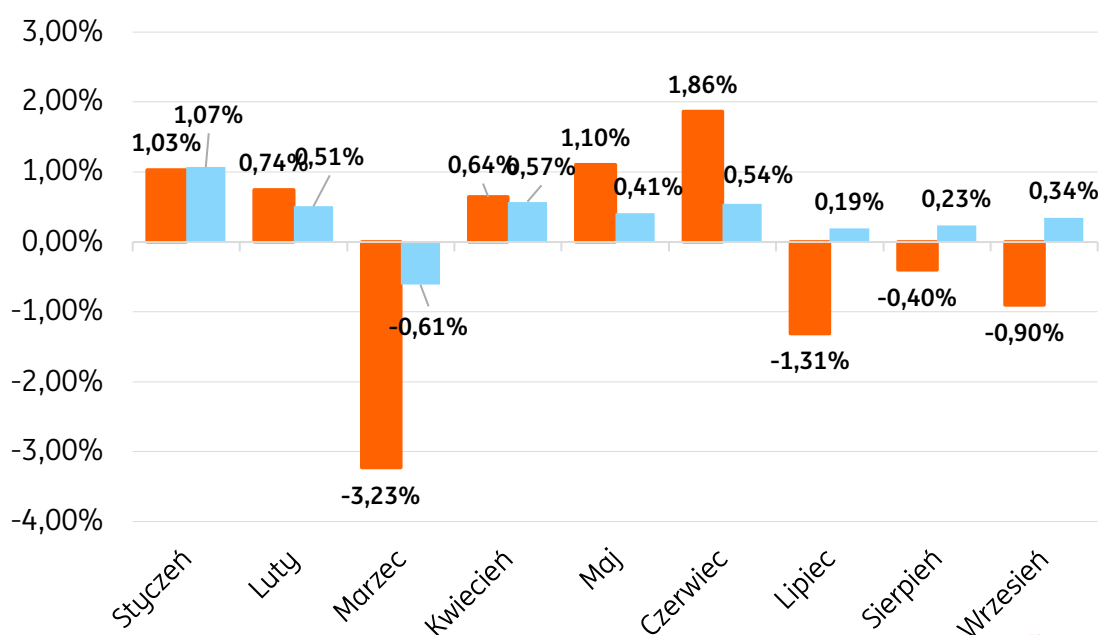
Wrzesień był dla inwestorów obligacyjnych jednym z najbardziej wymagających miesięcy w tym roku. Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych wzrosła z 6,08% do 6,36%, czyli o 28 pb. W szczytowym momencie, 15 września, rentowność wzrosła nawet do 6,55%, osiągając najwyższy poziom od początku 2023 r. Przecena objęła całą krzywą: rentowność obligacji 5-letnich w trakcie miesiąca przekroczyła 6,1%, wobec ok. 5,55% na koniec sierpnia. Ostatnia sesja miesiąca przyniosła wyraźny spadek rentowności, któremu sprzyjał nieco niższy od oczekiwań wstępny odczyt inflacji oraz spadek cen ropy.

Indeks TBSP, reprezentujący obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu, stracił we wrześniu 0,90% m/m. Od początku roku jego stopa zwrotu wynosi -0,56%, a w całym trzecim kwartale -2,59%. Z kolei indeks GPW-BBWZ, odzwierciedlający zachowanie obligacji zmiennokuponowych, zyskał 0,34% m/m i 3,29% od początku roku. Nie oznacza to jednak, że obligacje zmiennokuponowe zachowują trwałą przewagę w każdych warunkach. W przypadku spadków rentowności większy potencjał wzrostu cen mają co do zasady obligacje o stałym oprocentowaniu, szczególnie te o dłuższej duracji. Wrzesień był też miesiącem dużej zmienności. Między 15 a 22 września indeks TBSP wzrósł o 0,87%, by w kolejnych czterech sesjach oddać 1,16% i 28 września zamknąć się na najniższym poziomie w miesiącu.

Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 30.09.2026

%, m/m

■ TBSP ■ GPWBBWZ



Źródło: stooq

Głównym źródłem presji na rynku długu ponownie pozostawała sytuacja na Bliskim Wschodzie. Na początku miesiąca wspierani przez Iran rebelianci Huti przejęli kontrolę nad portami na jemeńskim wybrzeżu Morza Czerwonego, zwiększając ryzyko zakłóceń żeglugi przez cieśninę Bab al-Mandab. 11 września Arabia Saudyjska po serii ataków wstrzymała pracę rurociągu Wschód-Zachód, który częściowo zastępował transport ropy przez cieśninę Ormuz. Przez większą część miesiąca cena ropy Brent utrzymywała się powyżej 100 USD za baryłkę, a w szczytowych momentach przekraczała 107 USD. Pod koniec września pojawiły się sygnały częściowej poprawy (według danych Kpler eksport ropy z Zatoki Perskiej wrócił do ok. 80% poziomu sprzed wojny), jednak przełomu w rozmowach USA z Iranem nie było, pomimo deklaracji ze strony irańskiej.

Drożejąca energia zwiększyła obawy o trwałość presji inflacyjnej, na co zareagowały banki centralne. 10 września EBC podniósł stopy procentowe o 25 pb, była to druga podwyżka w obecnym cyklu. 16 września Fed podniósł stopy o 25 pb, do przedziału 3,75-4,00%, a mediana projekcji członków FOMC wskazywała na jeszcze jedną podwyżkę w tym roku. Rentowność amerykańskich 10-latek wzrosła z ok. 4,76% na koniec sierpnia do 5,29% na koniec września, najwyższej od 2007 r., a rentowność niemieckich 10-letnich Bundów przekroczyła 3,6%, osiągając poziom najwyższy od 2009 r. Do czynników inflacyjnych dołączyły obawy fiskalne - wysokie potrzeby pożyczkowe rządów sprawiały, że inwestorzy oczekiwali wyższej premii za utrzymywanie długu długoterminowego. Polski rynek nie funkcjonował w oderwaniu od tych trendów.

RPP na posiedzeniu 8-9 września pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Prezes NBP Adam Glapiński na konferencji prasowej dzień później ocenił, że nie widzi przesłanek do szybkich zmian stóp, zaznaczając jednocześnie, że Rada podnosi stopy, gdy inflacja rośnie i ma tendencję wzrostową w perspektywie kolejnych kwartałów. Stwierdził jednocześnie, że dyskusja będzie wyglądać inaczej, gdy inflacja przekroczy 3,5%, ponieważ nie ma tolerancji dla inflacji powyżej celu, a na polską politykę pieniężną oddziałują też podwyżki stóp Fed oraz ECB.

Według ostatnich danych GUS ceny konsumpcyjne wzrosły we wrześniu o 4,0% r/r, wobec 3,4% w sierpniu, a więc pomimo odczytu niższego od prognoz znajdował się on powyżej górnej granicy pasma odchyłeń od celu NBP (3,5%). Głównym źródłem wzrostu były paliwa, które podrożały o 36,1% r/r i 9,2% m/m, m.in. w związku z zakończeniem czasowej obniżki VAT na paliwa. Ceny żywności były natomiast o 0,5% niższe niż przed rokiem, a dostępne szacunki ekonomistów wskazywały na ograniczoną presję inflacyjną w pozostałych kategoriach. Pokazuje to, że wzrost głównego wskaźnika, wynikający przede wszystkim z presji energetycznej, nie musi automatycznie oznaczać trwałego i szerokiego nawrotu inflacji. Sytuacja gospodarcza pozostaje pod tym względem zdecydowanie korzystniejsza niż w 2022 r.

W drugiej połowie miesiąca członek RPP Ludwik Kotecki ocenił, że jeśli listopadowa projekcja NBP pokaże ryzyko utrzymywania się podwyższonej inflacji, Rada powinna prewencyjnie podnieść stopy, nawet jeszcze w tym roku. Rynek we wrześniu wyprzedził te sygnały: kontrakty FRA wyceniały łącznie pod koniec miesiąca ok. 125 pb podwyżek w horyzoncie kolejnych kwartałów,

a część ekonomistów zrewidowała prognozy w kierunku zacieśnienia polityki pieniężnej, przy wciąż zróżnicowanych opiniach.

Warto przy tym zauważyć, że otoczenie różni się od tego z początku 2023 r., gdy rentowności 10-latek znajdowały się ostatnio na zbliżonych poziomach. Inflacja była wówczas dwucyfrowa, a stopa referencyjna NBP wynosiła 6,75%. Z perspektywy polityki pieniężnej kluczowe pozostaje źródło presji cenowej, czyli to, czy impuls z cen paliw ogranicza się do kilku kategorii koszyka, czy zaczyna przenosić się szerzej na gospodarkę w postaci tzw. efektów drugiej rundy.

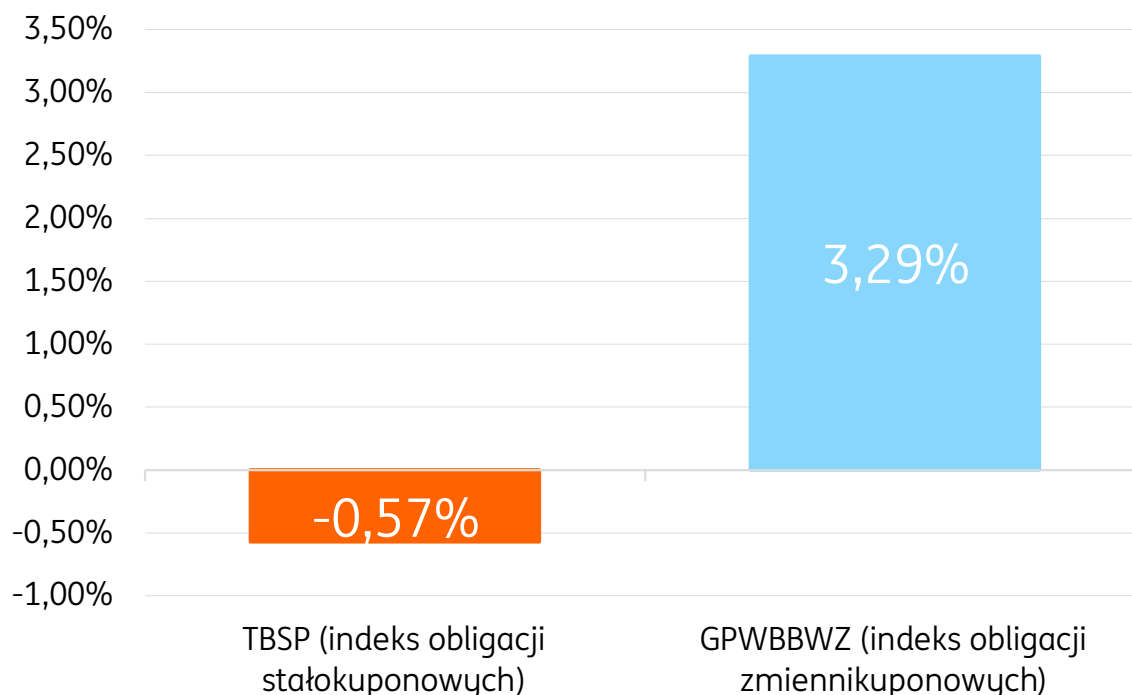
Dodatkowo 18 września agencja Moody's obniżyła rating Polski z A2 do A3, zmieniając jednocześnie perspektywę z negatywnej na stabilną. Agencja uzasadniła decyzję trwałym pogorszeniem kondycji fiskalnej i oczekiwaniem, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych pozostanie w latach 2026-2027 w okolicach 7% PKB. Po tej decyzji wszystkie trzy główne agencje oceniają Polskę na porównywalnym poziomie: Fitch i S&P na A-, odpowiednio z perspektywą negatywną i stabilną. Ryzyko obniżki sygnalizowała negatywna perspektywa nadana przez Moody's rok wcześniej, a reakcja rynku była ograniczona z uwagi na wcześniejszą wycenę tych oczekiwań: w dwóch pierwszych sesjach po decyzji indeks TBSP zyskał wręcz łącznie ok. 0,7%.

Popyt na polskie obligacje skarbowe pozostał silny. Na przetargu 16 września Ministerstwo Finansów sprzedało papiery za 10,0 mld zł przy popycie 16,0 mld zł, a 23 września za 12,0 mld zł przy popycie 22,5 mld zł. Skierowany do Sejmu pod koniec września projekt budżetu na 2027 r. zakłada deficyt budżetu państwa na poziomie 281,2 mld zł, a deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych na około 7,1% PKB. Planowane potrzeby pożyczkowe brutto mają wynieść około 564,2 mld zł, a potrzeby pożyczkowe netto około 316,0 mld zł, nieco mniej niż przewidywane wykonanie za 2026 r.

Na koniec miesiąca różnica między rentownością 10-letnich obligacji a stopą referencyjną NBP wynosiła ok. 2,6 pkt. procentowego wobec średniej z ostatniej dekady poniżej 1 pkt. procentowego. Krzywa rentowności pozostawała dodatnio nachylona - różnica między rentownością papierów 10- i 2-letnich wynosiła we wrześniu blisko 1,5 pkt. procentowego. Tym samym obecne poziomy rentowności odzwierciedlają zatem zarówno oczekiwania na podwyżki stóp procentowych, jak i podwyższoną premię za ryzyko inflacyjne i fiskalne. Wrzesień pokazał jednocześnie, jak silnie ceny polskich obligacji reagują na informacje z rynku surowców i z banków centralnych, w obu kierunkach. Potwierdza to, że polski rynek długu nie funkcjonuje w oderwaniu od globalnych trendów i pozostaje silnie powiązany z nastrojami na rynkach światowych.

Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 30.09.2026

%, YTD



Źródło: stoog

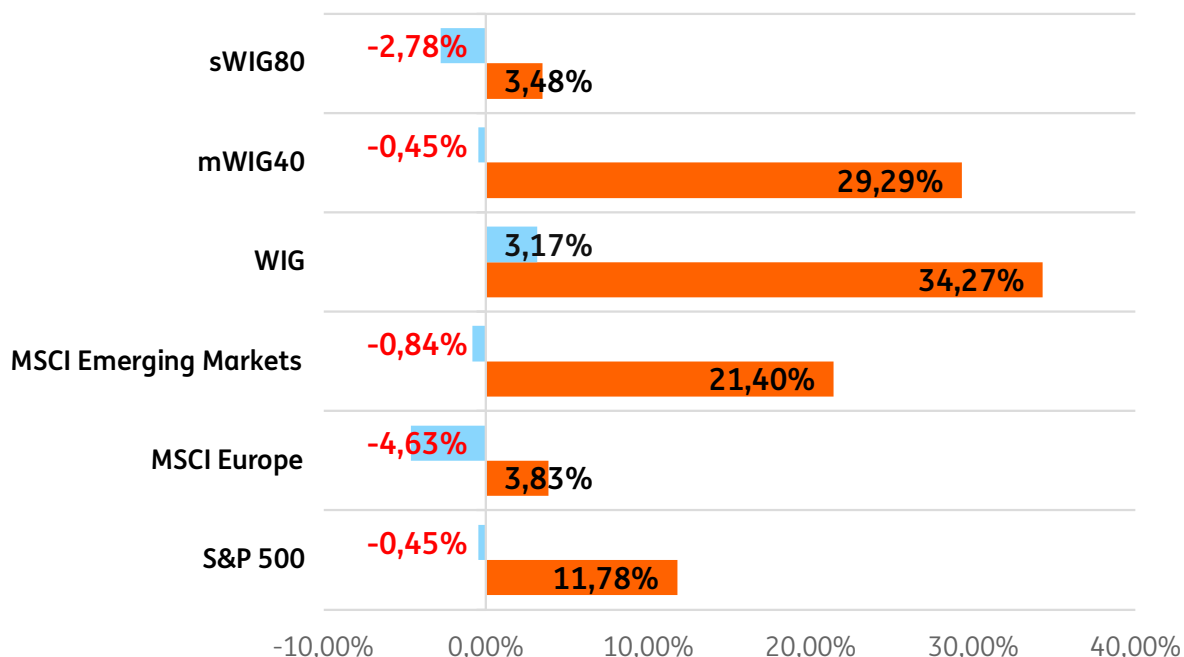
ING **Akcje**

Większość głównych indeksów giełdowych zakończyła miesiąc spadkami. Amerykański indeks S&P 500 spadł o 0,45% m/m, a globalny indeks MSCI World przecenił się o 1,31% m/m. Presja na rynki rozwinięte była szczególnie widoczna w Europie, gdzie MSCI Europe stracił 4,63% m/m. Nieco lepiej zachowywały się rynki wschodzące, choć również zakończyły miesiąc na minusie, a MSCI Emerging Markets spadł o 0,84% m/m. Na tym tle, kolejny miesiąc, pozytywnie wyróżniła się warszawska giełda. Indeks WIG wzrósł o 3,17% m/m, natomiast WIG20 zyskał 3,95% m/m, należąc do najmocniejszych rynków akcji we wrześniu.

Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 30.09.2026

%

■ m/m ■ YTD



Źródło: stoq, Investing

USA

W USA okres poprzedzający wybory do Kongresu (midterm elections) historycznie wiązał się z podwyższoną zmiennością na rynku akcji i większą ostrożnością inwestorów. Podobnie było również tym razem.

Na nastroje na amerykańskim rynku akcji wpływały zarówno czynniki polityczne, jak i obawy dotyczące dalszych perspektyw sektora technologicznego. Mimo utrzymującego się entuzjazmu wokół sztucznej inteligencji i silnych wyników spółek związanych z AI, coraz większą uwagę zwracano na czynniki ryzyka. Wśród uczestników rynku pojawiały się pytania o tempo dalszej rozbudowy infrastruktury AI oraz potencjalne konsekwencje regulacyjne dla sektora. Dodatkowo obawy koncentrowały się na wzroście rentowności obligacji. Zwracano również uwagę, że największe spółki technologiczne realizują rekordowe nakłady inwestycyjne na rozwój infrastruktury AI, a ich znaczące potrzeby finansowania mogą stać się większym obciążeniem w środowisku wyższych kosztów długu. W efekcie część uczestników rynku zaczęła zastanawiać się, czy obecne tempo inwestycji w AI będzie możliwe do utrzymania w kolejnych latach.

Europa

Główne indeksy europejskie zakończyły miesiąc pod kreską. Niemiecki DAX spadł o 4,03% m/m, francuski CAC 40 o 4,44% m/m, natomiast brytyjski FTSE 100 stracił 2,02% m/m. Szeroki indeks MSCI Europe zniżył się o 4,63% m/m. Nastroje inwestorów pogarszały rosnące rentowności obligacji, wysokie ceny energii oraz utrzymująca się niepewność geopolityczna. Dodatkowo pojawiały się obawy dotyczące poziomu wycen europejskich spółek oraz tempa dalszej poprawy wyników przedsiębiorstw.

Sektor bankowy pozostawał jednym z najmocniejszych segmentów rynku dzięki wysokiej rentowności i korzystnemu wpływowi wyższych stóp procentowych na dochody odsetkowe. Jednocześnie coraz lepsze wyniki banków zwiększały ryzyko działań regulacyjnych, ponieważ w wielu krajach Europy nasiliły się dyskusje dotyczące dodatkowego opodatkowania sektora finansowego. Stało się to kolejnym źródłem niepewności dla inwestorów.

Mimo słabszego zachowania rynku perspektywy zysków przedsiębiorstw nadal były oceniane pozytywnie. Analitycy pozostawali optymistycznie nastawieni do europejskich akcji, wskazując na poprawiające się dane makroekonomiczne, rosnące wydatki fiskalne, zwłaszcza w Niemczech, oraz utrzymujące się podwyżki prognoz wyników spółek. Zwracano przy tym uwagę, że wiele europejskich firm prowadzi działalność na skalę globalną, dlatego sama koniunktura na Starym Kontynencie stanowi jedynie jeden z czynników wpływających na ich wyniki.

Polska i inne rynki wschodzące

Mieszane nastroje panowały natomiast na rynkach wschodzących. Indeks MSCI Emerging Markets spadł o 0,84% m/m, choć wsparciem dla regionu pozostawała dobra kondycja azjatyckiego sektora technologicznego oraz utrzymujący się trend związany ze sztuczną inteligencją. Kluczowym wydarzeniem była poprawa aktywności gospodarczej w Chinach, gdzie indeks PMI dla przemysłu powrócił powyżej poziomu 50 pkt, a władze zapowiedziały kolejne działania stymulujące gospodarkę, rynek nieruchomości i akcję kredytową. Inwestorzy pozostawali jednak ostrożni wobec perspektyw chińskiej konsumpcji oraz utrzymujących się problemów sektora nieruchomości, co ograniczało skalę wzrostów na rynkach wschodzących. Dodatkowym wsparciem dla nastrojów było utrzymanie dialogu pomiędzy USA i Chinami. Inwestorzy pozytywnie odebrali kolejne spotkania przedstawicieli obu krajów, które podtrzymały nadzieje na stabilizację relacji handlowych i ograniczenie napięć pomiędzy dwiema największymi gospodarkami świata. Dobre wyniki spółek technologicznych z Tajwanu, Korei Południowej i Chin nadal pozostawały jednym z głównych filarów wspierających cały segment emerging markets.

Na warszawskiej giełdzie utrzymała się wyraźna przewaga największych spółek. Indeks WIG20 wzrósł o 3,95% m/m, podczas gdy mWIG40 spadł o 0,45% m/m, a sWIG80 obniżył się o 2,78% m/m. Tym samym utrzymało się obserwowane od wielu miesięcy silne rozwarstwienie pomiędzy dużymi a mniejszymi spółkami. Od początku roku widoczny jest również trend, w którym najwyższe stopy zwrotu osiągają najbardziej płynne spółki, będące głównym beneficjentem napływu kapitału na polski rynek akcji.

Złoto

Wrzesień przyniósł wyraźne pogorszenie sentymentu wobec metali szlachetnych. Cena złota spadła o 6,56%, a notowania okresowo obniżyły się do najniższych poziomów od początku sierpnia. Głównym czynnikiem stojącym za przeceną nie było osłabienie popytu fizycznego, lecz gwałtowny wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych oraz rewizja oczekiwań dotyczących dalszej ścieżki stóp procentowych w USA.

Rentowność 10-letnich obligacji USA wzrosła pod koniec września w okolice 5,29%, osiągając najwyższy poziom od kilkunastu lat. Jednocześnie rynek zaczął ponownie dyskontować możliwość dalszego zacieśniania polityki Fed w reakcji na utrzymującą się presję inflacyjną oraz odporność amerykańskiej gospodarki. W takim otoczeniu wzrasta koszt alternatywny utrzymywania aktywów nieprzynoszących bieżącego dochodu, do których należy złoto.

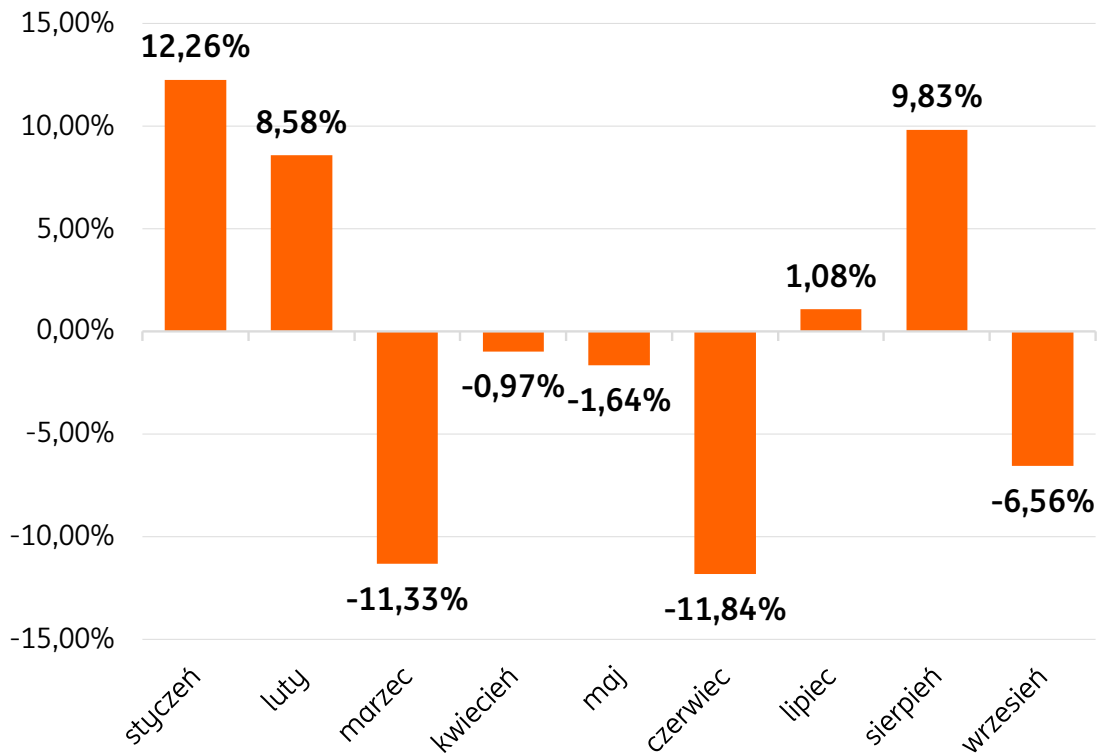
Negatywne oddziaływanie wyższych rentowności zostało dodatkowo wzmocnione przez umocnienie dolara oraz wzrost cen ropy naftowej. Rosnące ceny energii zwiększyły obawy, że proces dezinflacji może przebiegać wolniej od oczekiwań, co przełożyło się na wyższe oczekiwania dotyczące poziomu stóp procentowych w kolejnych kwartałach. To właśnie zmiana wycen na rynku obligacji, a nie pogorszenie fundamentów rynku złota, stała się głównym źródłem wrześniowej słabości kruszcu.

Pod koniec września pojawiły się pierwsze sygnały stabilizacji. Niższy od oczekiwań odczyt inflacji PCE w USA ograniczył oczekiwania na szybkie dalsze podwyżki stóp procentowych, co przełożyło się na częściową poprawę nastrojów wokół metali szlachetnych. Jednocześnie rentowności amerykańskich obligacji nadal pozostają blisko wieloletnich maksimów, dlatego krótkoterminowe perspektywy złota pozostają w dużym stopniu uzależnione od danych makroekonomicznych i zmian oczekiwań względem polityki Fed.

Kluczowym czynnikiem dla rynku złota w najbliższych miesiącach pozostanie kierunek realnych rentowności obligacji USA. Jeżeli proces dezinflacji będzie postępował, a rentowności ustabilizują się lub zaczną spadać, presja na złoto powinna się zmniejszać. Z kolei utrzymanie wysokiej dynamiki gospodarki amerykańskiej i dalszy wzrost rentowności mogą ograniczać potencjał wzrostowy kruszcu mimo utrzymujących się czynników wspierających, takich jak niepewność geopolityczna oraz popyt inwestorów długoterminowych.

Miesięczne stopy zwrotu złota

%, m/m



Źródło: stoog

Autorzy:

Centum Kompetencji Inwestycyjnych

Łukasz Sałachewicz, DI

Senior Expert, Tribe - Inwestycje

lukasz.salachewicz@ing.pl

Krzysztof Wańczyk

Expert, Tribe - Inwestycje

krzysztof.wanczyk@ing.pl

Maciej Mętlewicz

Junior Specialist, Tribe - Inwestycje

maciej.metlewicz@ing.pl