

Wrzesień 2026

RYNEK DŁUGU

W sierpniu krajowy rynek pozostawał pod wpływem z jednej strony solidnego tempa wzrostu gospodarczego, a z drugiej ponownego wzrostu inflacji oraz niepewności związanej z sytuacją geopolityczną. Opublikowane w sierpniu dane dotyczące PKB za II kwartał pokazały wzrost gospodarki o 3,9% r/r, po wzroście o 3,5% r/r w I kwartale. W ujęciu kwartalnym, po korekcie sezonowej, gospodarka zwiększyła się o 1,0%, co potwierdza utrzymywanie się relatywnie wysokiego tempa aktywności gospodarczej. Jednocześnie struktura wzrostu pozostaje nieco mniej korzystna z punktu widzenia konsumpcji prywatnej, podczas gdy istotnym wsparciem dla aktywności pozostają inwestycje oraz odbudowa aktywności w budownictwie i przemyśle.

W sierpniu wyraźnie zmienił się również obraz inflacji. Według wstępnego szacunku GUS inflacja CPI wzrosła w sierpniu do 3,4% r/r, wobec 3,0% w lipcu, przy miesięcznym wzroście cen o 0,4%. Oznacza to zbliżenie się inflacji do granicy celu NBP, choć skala wzrostu pozostaje umiarkowana.

W sierpniu Rada Polityki Pieniężnej nie odbywała posiedzenia decyzyjnego, a uwaga inwestorów koncentrowała się przede wszystkim na danych poprzedzających wrześniowe posiedzenie. Dotychczasowe obniżki stóp oraz sygnały płynące z RPP zwiększyły oczekiwania na dalsze tagodzenie polityki pieniężnej, jednak ponowny wzrost inflacji oraz utrzymująca się presja w sektorze usług ograniczają przestrzeń do szybkiego kontynuowania cyklu obniżek. Jednocześnie dane z rynku pracy wskazują na stopniowe schładzanie presji płacowej – w lipcu przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 6,8% r/r, podczas gdy zatrudnienie było o 0,8% niższe niż rok wcześniej.

Nieco słabszy obraz krajowej koniunktury przyniósł natomiast sierpniowy PMI dla polskiego przemysłu. Indeks spadł z 49,0 pkt w lipcu do 48,3 pkt, pozostając poniżej granicy 50 pkt oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Odczyt wskazuje, że przemysł nadal pozostaje słabszym elementem polskiej gospodarki, mimo że sytuacja jest wyraźnie lepsza niż rok wcześniej.

Na rynkach globalnych sierpień przyniósł przede wszystkim wzrost znaczenia ryzyka inflacyjnego i zmianę oczekiwań dotyczących polityki Rezerwy Federalnej. Najważniejszym wydarzeniem miesiąca było wystąpienie prezesa Fed Kevina Warsha podczas sympozjum w Jackson Hole.



Najważniejszym wydarzeniem miesiąca było wystąpienie prezesa Fed Kevina Warsha podczas sympozjum w Jackson Hole.



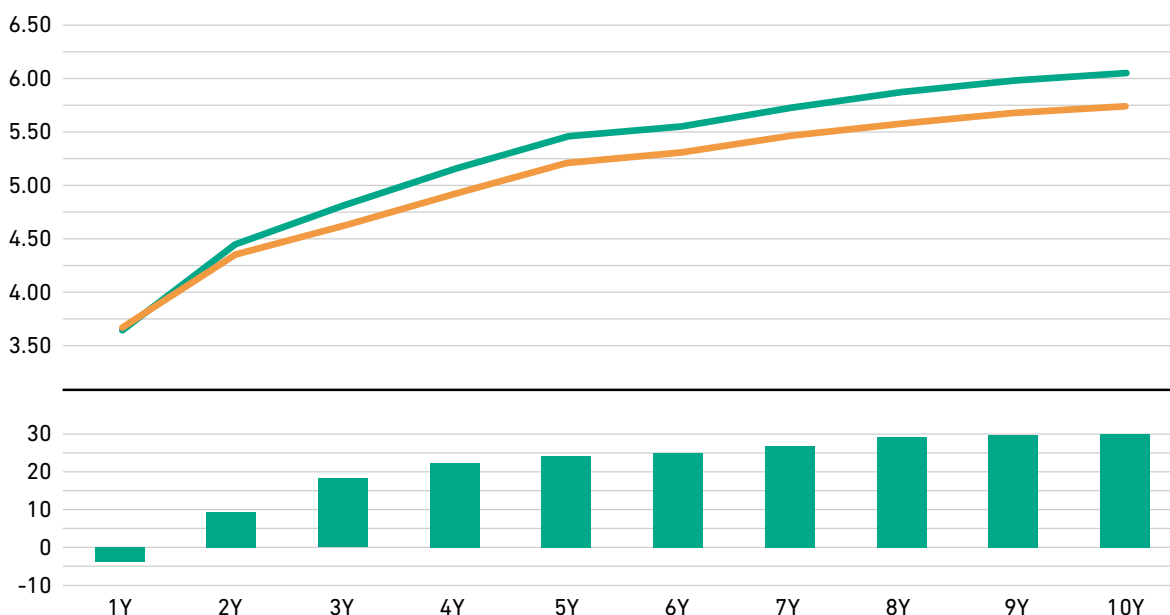
W swoim przemówieniu wskazał on, że w przypadku braku wystarczających dowodów na trwały powrót inflacji do celu Fed może być zmuszony do dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej.

W efekcie rynek wyraźnie zwiększył prawdopodobieństwo podwyżki stóp we wrześniu, co przełożyło się na wzrost rentowności amerykańskich obligacji, umocnienie dolara oraz pogorszenie nastrojów na rynkach akcji. Rentowność 2-letnich obligacji USA wzrosła po wystąpieniu Warsha o około 11 pb, do 4,34%, a 10-letnich do 4,72%.

Europejski Bank Centralny w sierpniu nie podejmował decyzji w sprawie stóp procentowych, a rynek przygotowywał się do wrześniowego posiedzenia. Po czerwcowej podwyżce o 25 pb oraz pozostawieniu stóp bez zmian w lipcu stopa depozytowa ECB wynosiła 2,25%. Perspektywy polityki pieniężnej w strefie euro stały się jednak bardziej jastrzębie ze względu na ryzyko utrzymywania się inflacji powyżej celu, szczególnie w związku z wysokimi cenami energii. Jednocześnie dane o PKB za II kwartał pokazały wzrost gospodarki strefy euro o 0,4% kw/kw, potwierdzając umiarkowane, ale dodatnie tempo wzrostu.

Istotnym czynnikiem wpływającym na globalne rynki pozostawał również konflikt pomiędzy USA, a Iranem. W sierpniu ponowne napięcia wokół Iranu i bezpieczeństwa żeglugi przez cieśninę Ormuz podtrzymywały wysokie ceny na rynku ropy. Pod koniec miesiąca doszło do kolejnej eskalacji działań militarnych, co przełożyło się na wzrost cen surowca. Brent pod koniec sierpnia kosztował około 90 USD za baryłkę. Konsekwencją wydarzeń w sierpniu są rentowności powyżej 6% na polskich obligacjach skarbowych. Wrzesień będzie również ciężki – ostatnie komentarze z ECB oraz FED pokazują jastrzębie sygnały. Nowo zaprezentowany budżet na 2027 rok zakłada deficyt na poziomie 7,1%, co pokazuje, że rząd nie zamierza „zaciskać pasa”.

Zmiana krzywej rentowności polskich papierów skarbowych od początku sierpnia



Źródło: Bloomberg

RYNEK POLSKI

Dobry miesiąc na rynkach, lecz bez wyraźnych katalizatorów

Sierpień okazał się kolejnym udanym miesiącem na rynkach akcji. Na GPW solidne stopy zwrotu odnotowały wszystkie segmenty – liderem wzrostów był indeks średnich spółek **mWIG40 (+3,66%)**, następnie **WIG20 (+2,60%)** oraz **sWIG80 (+2,43%)**. Równoległe dobrą passę kontynuowały szerokie rynki wschodzące – benchmark **MSCI EM (MXEF)** wzrósł o **+3,21%**.

Warto jednak zauważyć, że za tymi zwyżkami nie stały impulsy fundamentalne czy nowe, wyraźne katalizatory. Poprawa nastrojów na rynkach globalnych wynikała przede wszystkim z **mitygacji ryzyka głębszej przeceny sektora technologicznego w USA oraz Azji**. W lipcu azjatyckie parkiety zmagaly się z samonapędzającą się falą zamykania lewarowanych pozycji wymuszoną wezwaniami do uzupełnienia depozytów (margin calls). W sierpniu proces ten wygasł, co przyniosło globalne uspokojenie i pozwoliło inwestorom złapać oddech.

Uspokojenie nastrojów w sektorze technologicznym przyćmiło jednak inne, znacznie poważniejsze zagrożenie – **strukturalny problem narastającego zadłużenia światowych gospodarek oraz presję na wzrost rentowności obligacji skarbowych**. W sierpniu zjawisko to stało się wyraźnie widoczne i to ono budzi obecnie nasze największe obawy.

Rentowności amerykańskich 10-letnich obligacji skarbowych skierowały się w stronę **4,8%**, podczas gdy w Polsce benchmark 10-letni zbliżył się do **6,0%**. Obraz rynku długu – szczególnie krajowego – staje się wysoce niepokojący ze względu na splot kilku niekorzystnych zjawisk:

- 1. Brak konsolidacji fiskalnej w Polsce:** Rząd przedstawił projekt budżetu na 2027 rok, który kolejny rok z rzędu zakłada deficyt sektora finansów publicznych na poziomie ok. **7% PKB**. Niezbędne i oczekiwane przez rynek działania w zakresie zacieśnienia fiskalnego wciąż się nie materializują, co rodzi potężną presję podażową na krajowe papiery skarbowe.
- 2. Uporczywa inflacja i napięcia surowcowe:** Wstępny odczyt sierpniowej inflacji CPI w Polsce przyniósł wzrost do **3,4% r/r** (wobec 3,0% r/r w lipcu). Czynnikiem proinflacyjnym pozostaje przedłużający się konflikt w rejonie Cieśniny Ormuz, który winduje ceny surowców energetycznych, potęgując wyzwania inflacyjne i blokując przestrzeń do luzowania polityki pieniężnej.
- 3. Strukturalne zmiany w globalnym handlu i zadłużeniu USA:**
 - Spadek roli Stanów Zjednoczonych w handlu z Chinami sprawia, że dynamicznie rosnące chińskie nadwyżki handlowe nie są już lokowane w amerykańskie obligacje skarbowe. Chiny notują spadek napływu FDI, uniezależniły się i eksportują własne towary, dzięki czemu nie muszą już finansować długu USA i mogą żądać wyższej premii za ryzyko (wyższych rentowności).
 - Wcześniejsze, zbyt głębokie obniżki stóp procentowych w USA wywołały obawy inwestorów, że Ameryka będzie próbowała dewaluować realną wartość swojego gigantycznego zadłużenia poprzez wyższą inflację.

Oba te procesy mają charakter trwały i w krótkim horyzoncie będą bardzo trudne do odwrócenia. Oznacza to **kontynuację trendu wzrostowego rentowności obligacji**, co stanowi bezpośrednie, poważne ryzyko spadkowego przeszacowania mnożników na rynkach akcji.

Czynniki wspierające: Wzrost PKB i potencjał OKI

Równolegle do narastających ryzyk rynkowych, fundamenty polskiej gospodarki oferują istotne punkty podparcia:

- **Wzrost gospodarczy:** Dynamika realnego PKB Polski powinna wynieść w 2026 roku blisko **4%**, natomiast w 2027 roku utrzymać się w okolicach wciąż solidnych **3%**.
- **OKI:** Duże nadzieje wiążemy z wdrożeniem rozwiązań w ramach Osobistych Kont Inwestycyjnych (OKI). Instrument ten może stać się bezpośrednim impulsem do transferu części oszczędności ulokowanych na nisko oprocentowanych rachunkach bankowych gospodarstw domowych (szacowanych na ok. **1 bln PLN**) bezpośrednio na krajowy rynek kapitałowy.

Miks silnych ryzyk fiskalno-obligacyjnych oraz wciąż solidnych perspektyw gospodarczych sprawia, że ogólny obraz rynku kapitałowego nie jest jednoznaczny.

W tym otoczeniu **utrzymujemy neutralną alokację w portfelach**. Zamiast agresywnego zwiększania ekspozycji rynkowej, koncentrujemy się na **selektywnym podejściu do wyboru spółek**, od którego oczekujemy wygenerowania dodatkowej alfy.

RYNEK ZAGRANICZNY

Sierpień charakteryzował się podwyższoną zmiennością, jednak główne indeksy utrzymały się w pobliżu swoich maksimów. S&P 500 zamknął miesiąc na poziomie około 7711 pkt, a europejski Stoxx 600 wzrósł o 3,3% od początku lipca, osiągając 655 pkt. Zauważalną korektę zanotował japoński Nikkei, ze spadkiem o 3,54%. Postępuje rotacja kapitału, rynek poszerza się, a inwestorzy odchodzą od wysoko wycenianych liderów wzrostów w stronę bardziej racjonalnych wycen.

Sytuacja geopolityczna uległa eskalacji, co bezpośrednio przekłada się na rynki surowcowe. USA zmieniły strategię na konflikt gospodarczy, celując w irański eksport ropy. W efekcie ceny ropy Brent przekroczyły 95USD za baryłkę. Inwestorzy akcyjni wydają się nie przejmować tą sytuacją i cały czas obstawiają scenariusz porozumienia. Niemniej jednak, warto pamiętać, że utrzymujące się ryzyko blokady Cieśniny Ormuz stanowi twardy czynnik proinflacyjny.

Zmienność w sektorze technologicznym, którą obserwowaliśmy latem, obnażyła mechanizmy ryzyka związanego z nadmiernym lewarowaniem. Wymuszona wyprzedaż aktywów przez fundusz Situational Awareness, którego pozycje ostatecznie przejął Citadel pod koniec lipca, wygenerowała silną presję podażową w segmencie półprzewodników. Ten proces nałożył się na gwałtowne zamykanie długich, lewarowanych pozycji w funduszach ETF na rynku południowokoreańskim, co bezpośrednio napędziło głęboką korektę tamtejszych aktywów technologicznych.

Ten krótkoterminowy szok płynnościowy przypomniał o zmianach zachodzących w strukturze największych spółek technologicznych. Hyperscalersi odeszli od dotychczasowego modelu "asset-light", który przez ostatnią dekadę gwarantował im potężne nadwyżki wolnych przepływów pieniężnych (FCF). Obecnie, ze względu na wyścig zbrojeń w obszarze sztucznej inteligencji i konieczność budowy potężnej infrastruktury chmurowej, transformują się w podmioty wysoce kapitałochłonne. Ta eksplozja nakładów inwestycyjnych (ok 800 mld USD w 2026 r. i 1,3 bln USD w 2027) obniża FCF i zmusza do masowego pozyskiwania kapitału na rynkach długu, co strukturalnie podnosi ich profil ryzyka finansowego. Jednocześnie widać, że popyt na infrastrukturę AI wciąż przewyższa podaż, a ograniczenia po stronie mocy obliczeniowych utrzymają się na rynku co najmniej do końca 2028 roku.

Istotnym wydarzeniem w ubiegłym miesiącu była coroczna konferencja szefa Fed w Jackson Hole. Podczas tego sympozjum Kevin Warsh utrzymał jastrzębie stanowisko i podkreślił, że obecna inflacja (PCE na poziomie 3,7%) wciąż wyraźnie przekracza cel 2%. W rezultacie rynek zrewidował w górę oczekiwania dotyczące podwyżek stóp procentowych. Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych USA wzrosły do poziomu 4,72%. Fed wysyła jasny sygnał, że stopy pozostaną wyższe przez dłuższy czas.



**Aby ograniczyć wzrost rentowności
długoterminowych obligacji,
Departament Skarbu podwoił skalę
operacji buybacks do 4 mld USD.**



Kolejnym ważnym wydarzeniem sierpnia była wypowiedź Scotta Bessenta, Sekretarza Skarbu o zwiększeniu operacji odkupu obligacji skarbowych przez Departament Skarbu. Aby ograniczyć wzrost rentowności długoterminowych obligacji, Departament Skarbu podwoił skalę operacji buybacks do 4 mld USD. Miało to bardzo krótki efekt na rynku i jednocześnie inwestorom zapaliło się ostrzegawcze światelko, przypominające o pogarszającej się sytuacji, jeśli chodzi o dług publiczny i deficyt fiskalny, nie tylko w USA, ale szeroko na świecie. Można powiedzieć, że od tego czasu, rentowności amerykańskich 10-latek należą do najczęściej sprawdzanych danych makroekonomicznych na świecie i to nie tylko przez inwestorów z rynku długu.

Utrzymujące się wysokie stopy procentowe przy jednoczesnym utrzymaniu dobrego tempa wzrostu gospodarczego potwierdzają nasz scenariusz bazowy czyli trwającą rotację z sektorów wzrostowych do innych części rynku akcyjnego, głównie spółek cyklicznych i wybranych sektorów defensywnych. Na radary inwestorów wracają podmioty o wysokiej przewidywalności zysków i dobrej generacji gotówki, natomiast spółki wrażliwe na koszt długu, takie jak sektor nieruchomości, znajdują się pod presją. Warto pamiętać, że wskaźniki wyprzedzające nie zwiastują spowolnienia gospodarczego w najbliższych kwartałach, stąd inwestycje w wybrane sektory rynku akcji charakteryzują się, w naszej opinii, korzystną relacją zysku do ryzyka.

NOTA PRAWNA

Przedstawiony materiał ma charakter reklamowy, nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego i nie należy go traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiekolwiek instrumenty finansowe. Rockbridge nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne szkody spowodowane wykorzystaniem opinii i informacji w nim zawartych. Niniejszy materiał nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie jest formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy się zapoznać z prospektem informacyjnym funduszu inwestycyjnego oraz dokumentami Kluczowych Informacji dla Inwestorów. Informacje o pobieranych opłatach manipulacyjnych znajdują się w tabeli opłat. Wymienione dokumenty są dostępne w siedzibie Rockbridge TFI S.A., placówkach dystrybutorów oraz na stronie internetowej www.rockbridge.pl. Inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem i nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik powinien liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Wyniki historyczne nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych zysków w przyszłości. Jednostki uczestnictwa nie są depozytem bankowym. Wartość aktywów poszczególnych funduszy inwestycyjnych może charakteryzować się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego funduszu lub ze względu na stosowane techniki zarządzania. Niezależnie od informacji zamieszczonych w materiale, przed zawarciem każdej transakcji Inwestor zobowiązany jest do określenia i oceny jej ryzyka, potencjalnych korzyści oraz ewentualnych strat, jak również w szczególności charakterystyki, konsekwencji prawnych i księgowych transakcji, konsekwencji zmieniających się czynników rynkowych oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko. Materiał pochodzi od spółki Rockbridge Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A., ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, wpisanej do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy pod nr KRS0000002970; Kapitał zakładowy i wpłacony: 27 251 869,00 zł; NIP: 527-21-53-832, REGON 013083243. Rockbridge TFI S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa. Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują Rockbridge TFI. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.