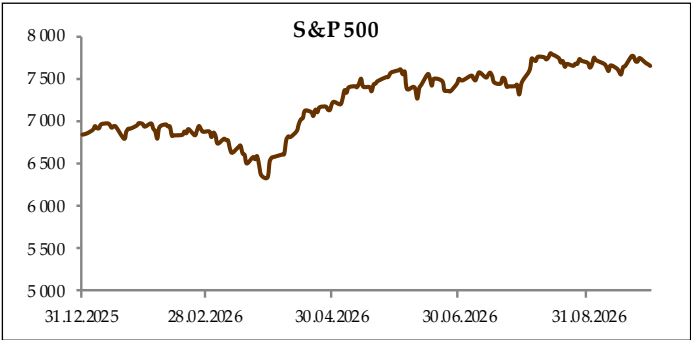


Wrzesień po raz kolejny pokazał, jak mylącym wskaźnikiem kondycji rynku potrafi być indeks akcyjny. Amerykański S&P 500 stracił jedynie 0,45%, a Nasdaq 100 zyskał 3,2%. Jednocześnie równoważony S&P 500, w którym każda spółka ma taki sam udział, spadł o około 5%, a skupiający mniejsze firmy Russell 2000 o 5,4%. Europejski Stoxx 600 zakończył miesiąc przeceną o 2,5%. Siła największych spółek technologicznych maskowała więc znacznie słabsze zachowanie przeciętnego przedsiębiorstwa. Na takim rynku selekcja staje się niezwykle trudna, a zwykła ekspozycja indeksowa staje się kuszącym wyborem. Swoje piętno na rynku odciskają rosnące rentowności. Przy rosnących stopach dyskontowych i koszcie kapitału większe znaczenie mają silny bilans i tempo wzrostu zysków. W rozładowaniu napięcia nie pomogły z pewnością głosy samych liderów branży AI. Dario Amodei, szef Anthropic, wystosował apel o spowolnienie rozwoju najbardziej zaawansowanych modeli ze względów bezpieczeństwa. Rynek odczytał jednak te informacje jako zagrożenie dla ogromnych nakładów inwestycyjnych. 14 września indeks półprzewodników SOX tracił w trakcie sesji ponad 5%, a pod presją znalazły się m.in. Nvidia, Micron, ASML i Applied Materials. W naszej ocenie komunikat ten miał raczej podłoże ekonomiczne – wyścig zbrojeń i trenowanie nowych modeli jest niezwykle kapitałochłonne, podczas gdy obsługa istniejących wersji jest niezwykle rentowna. Większy nacisk na bezpieczeństwo (tzw. alignment) nie musi wcale oznaczać spadku zapotrzebowania na obliczenia. Jak na razie nie widzimy sygnałów spowalniania popytu, chociaż rozgrzany rynek jest bardzo podatny na wahania. Powodów do obaw próżno szukać też w raportach spółek opublikowanych we wrześniu. Przychody segmentu AI Broadcoma osiągnęły w ostatnim kwartale 16,7 mld USD (+221% r/r), a segment infrastruktury chmurowej Oracle (OCI) zwiększył sprzedaż o 121%. Z kolei opublikowane po ostatniej sesji miesiąca wyniki Microna przyniosły 54,2 mld USD przychodów wobec 11,3 mld USD rok wcześniej oraz prognozę około 61,5 mld USD na kolejny kwartał. Rynek nadal dość ostrożnie podchodzi jednak do trwałości cyklu. Mnożniki Microna, Broadcoma czy Nvidii implikują mocne spowolnienie tempa wzrostu w kolejnych latach, a w niektórych przypadkach wręcz mocne spadki wyników. Nie liczymy w tych warunkach na euforyczną ekspansję mnożników – do tego potrzebny byłby kolejny przełom technologiczny, który rozbudziłby wyobraźnię inwestorów. Oczekujemy jednak, że cykl potrwa nieco dłużej, niż zakładają pesymiści, a każdy kwartał mocnych wyników będzie przekładał się na stopniową aprecjację kursów. Do bardziej zdecydowanych działań doszło z kolei na froncie polityki pieniężnej. Na posiedzeniu 16 września Fed jednomyślnie podniósł stopy o 25 pb, do przedziału 3,75–4,00%. Wcześniej analogiczny ruch wykonał EBC, podnosząc stopę depozytową do 2,50%. Opublikowane pod koniec miesiąca dane amerykańskie dały nieco oddechu: inflacja PCE za sierpień wyniosła 3,4% r/r, a jej bazowa miara 3,0%. Jednocześnie realne wydatki konsumpcyjne wzrosły o 0,6% m/m. Gospodarka nie daje więc bankowi centralnemu łatwej wymówki do szybkiego powrotu do obniżek. W zależności od sytuacji w Iranie możemy zobaczyć jeszcze 1-2 podwyżki stóp, w związku z czym trudno liczyć na wsparcie dla hossy ze strony łagodnego Fedu. Najbardziej dotkliwie zmianę otoczenia odczuł rynek długu. Rentowność amerykańskich obligacji 10-letnich wzrosła z 4,75% na koniec sierpnia do 5,29%, a 30-letnich z 5,25% do 5,64%. Stanowiło to gwałtowne wyłamanie z długoterminowego trendu bocznego, a w ograniczeniu spadków cen długu nie pomogły werbalne interwencje administracji USA. Presja była widoczna również w Polsce, gdzie rentowność DS0436 zakończyła miesiąc w okolicach 6,3%. Wstępny odczyt krajowej inflacji za wrzesień wyniósł 4,0% r/r, co utrudnia budowanie scenariusza szybkiego luzowania polityki pieniężnej. Tym razem słabość nie ograniczyła się do obligacji skarbowych. Premia za ryzyko amerykańskich papierów high yield wzrosła z 2,6% do 3,1%, a europejskich z 2,6% do 3,0%. Daleko nam jeszcze do poziomów paniki, ale już taka przecena może być dotkliwa dla przyzwyczajonych do niskiej zmienności funduszy długu korporacyjnego. Na rynku surowcowym niezmiennie królują plotki w sprawie porozumienia z Iranem i coraz bardziej dotkliwe problemy z fizyczną podażą paliw. Najbliższa seria kontraktów na Brent zyskała we wrześniu około 14%, a kontrakt z dostawą w grudniu zakończył miesiąc w pobliżu 98 USD za baryłkę. Jednocześnie pojawiły się oznaki odbudowy eksportu z Zatoki Perskiej, a Arabia Saudyjska wznowiła załadunki w porcie Yanbu po przywróceniu pracy rurociągu Wschód–Zachód. Nie jest więc tak, że sytuacja pozostaje równie zła w każdym elemencie łańcucha dostaw. Największym problemem gotowe paliwa, zwłaszcza olej napędowy, którego benchmarkiem jest low sulphur gasoil. Pod koniec września administracja USA naciskała na Europę, aby uruchomiła zapasy interwencyjne diesla. W naszej ocenie sama poprawa dostępności ropy nie wystarczy do szybkiego obniżenia kosztów transportu i przemysłu. Potrzebna jest również normalizacja pracy rafinerii oraz odbudowa zapasów produktów.



Dane makro

Stopa ref. NBP	3,75%
PKB r/r Q2 2026	3,9%
Inflacja r/r IX 2026	4,0%
09.2026	
WIG	157 385,00 3,2%
WIG20	4 181,83 4,0%
mWIG40	10 577,03 -0,4%
sWIG80	30 616,46 -2,8%
S&P500	7 651,54 -0,5%

Rekomendacja ogólna

Jesteśmy pozytywnie nastawieni do rynku obligacji w długim okresie, choć napięta sytuacja na Bliskim Wschodzie krótkoterminowo nie pomaga. W przypadku akcji krótkoterminowo zalecamy nieco większą ostrożność, ale liczymy na pozytywne zamknięcie br.

INFORMACJA REKLAMOWA

Rekomendowany Subfundusz

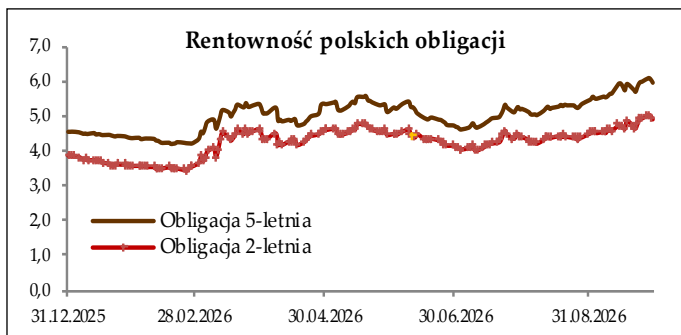
QUERCUS Dłużny
Krótkoterminowy
QUERCUS Akumulacji
Kapitału
QUERCUS Obligacji
Skarbowych
QUERCUS Global Balanced
QUERCUS Absolutny

Komentarz rynkowy

wrzesień 2026

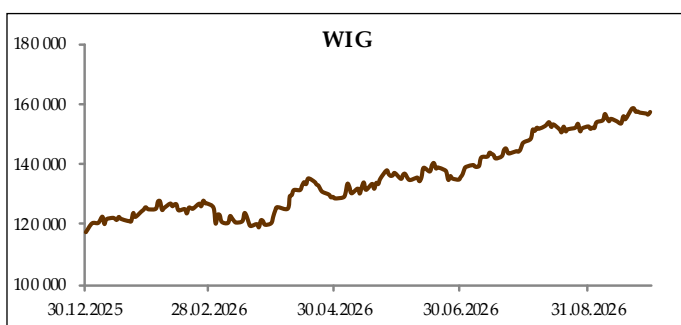
Polska – makroekonomia i rynek dłużny

Wrześniowe dane z krajowej gospodarki okazały się słabsze od oczekiwań, zarówno w przypadku produkcji przemysłowej, jak i sprzedaży detalicznej. Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 4,3% r/r wobec 4,8% r/r miesiąc wcześniej (po rewizji z 5,1% r/r), wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego na poziomie 6,1% r/r. Wzrost produkcji odnotowano jednak w 25 z 34 działów przemysłu, odpowiadających łącznie za 80% produkcji sektora, co wskazuje na relatywnie szeroki charakter ożywienia. Sprzedaż detaliczna w ujęciu realnym wzrosła o 3,8% r/r wobec 3,9% r/r miesiąc wcześniej i konsensusu na poziomie 4,5% r/r. W ujęciu nominalnym jej dynamika przyspieszyła natomiast do 6,4% r/r z 5,3% r/r. Najsilniejsze wzrosty odnotowano w sprzedaży samochodów (11,7% r/r), kategorii „pozostałe” (11,1% r/r) oraz mebli, RTV i AGD (10,6% r/r). Utrzymujący się silny popyt na dobra trwałego użytku pozostaje sygnałem dobrej kondycji konsumentów i relatywnie wysokiej skłonności gospodarstw domowych do dokonywania większych zakupów. Sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna. Stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 5,8%, a przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 5,6% r/r. Jednocześnie zatrudnienie obniżyło się o 0,8% r/r. Dane wskazują zatem na stopniowe schładzanie popytu na pracę, przy nadal dodatniej dynamice wynagrodzeń. Inflacja CPI przyspieszyła do 4,0% r/r z 3,4% r/r miesiąc wcześniej, przekraczając górną granicę pasma odchyleń od celu inflacyjnego NBP, wynoszącą 3,5%. Za wzrost inflacji odpowiadały przede wszystkim wyższe ceny paliw oraz nośników energii. Pozytywnym sygnałem był natomiast dalszy spadek inflacji bazowej, wskazujący na ograniczenie części krajowej presji cenowej. Ponowne wprowadzenie programu CPN powinno dodatkowo ograniczać wzrost inflacji w kolejnych miesiącach. Na wrześniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, podtrzymując strategię „wait-and-see”. Stopa referencyjna NBP pozostała na poziomie 3,75%. Wzrost inflacji CPI powyżej górnej granicy pasma odchyleń od celu NBP przemawia za utrzymaniem przez Radę ostrożnego podejścia do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Sytuacja na rynkach obligacji uległa dalszemu pogorszeniu z powodu nadal patowej sytuacji na Bliskim Wschodzie i kontynuacji wojny w Ukrainie. Rentowność amerykańskich obligacji skarbowych 10-letnich wzrosła aż do 5,29% a niemieckich do 3,59%. Polskie papiery skarbowe również istotnie straciły na wartości. Dochodowości instrumentów emitowanych przez Skarb Państwa na koniec września wynosiły odpowiednio: dla obligacji dwuletnich (OK0128) 4,51% wobec 4,16% na koniec sierpnia, dla obligacji pięcioletnich (PS0131) 5,75% wobec 5,32%, natomiast w przypadku papierów dziesięcioletnich (DS0436) dochodowość wzrosła do 6,32% wobec 6,05% na koniec poprzedniego miesiąca. Kurs złotego osłabił się do głównych walut. Na koniec miesiąca kursy wynosiły odpowiednio: EUR/PLN 4,36 vs 4,33 i USD/PLN 3,85 vs 3,73.



Polska – rynek akcji

W ostatnim miesiącu główne indeksy giełdowe przebywały w okolicach rekordów wszechczasów, mimo nadal rosnących rentowności obligacji. Indeks WIG, mimo rosnących rentowności obligacji, osiągnął nowy historyczny szczyt, kończąc wrzesień na poziomie 157,4 tys. pkt., aż +34,2% w br. Z blue chips najlepiej zaprezentowały się: PGE (+72%), Allegro (+63%) i Orlen (+61%), a najgorzej Kruk (-20%) i Modivo (-28%). Szeroki rynek polskich średnich i mniejszych spółek zachował się nieco słabiej. Indeks mWIG40 zamknął miesiąc na poziomie 10,6 tys. pkt., +29,3%. Najjaśniejszymi gwiazdami GPW były m.in. Asbis (+472%) i Transpolonia (+285%). Najbardziej straciły na wartości: Ryvu (-42%) czy Selvita (-49%). Sytuacja na Bliskim Wschodzie pozostaje napięta, co wpływa na wahanie cen ropy i obligacji. Zwracamy również uwagę na kontynuację wojny w Ukrainie. Akcjom sprzyjają nadal bardzo dobre wyniki finansowe spółek, natomiast krótkoterminowo coraz większym wyzwaniem może okazać się rosnąca rentowność obligacji. Nasza nastawienie do akcji pozostaje na poziomie neutralnie minus - wyniki finansowe spółek sprzyjają, ale rosnące rentowności obligacji mogą stanowić coraz większe wyzwanie. Rentowność amerykańskich obligacji skarbowych 10-letnich wzrosła aż do 5,29%, niemieckich do 3,59%, a polskich do 6,36%. Z najważniejszych czynników ryzyka w dalszym ciągu należy wskazać na: geopolitykę, nieprzewidywalność prezydenta D. Trumpa, możliwe załamanie trendu na AI / krypto, słabość finansów państw, ew. rozszerzenie spreadów kredytowych.



Niniejszy dokument zawiera informacją reklamową. Informacje o QUERCUS Parasolowy SFIO oraz Subfunduszach, w tym szczegółowy opis polityki inwestycyjnej oraz czynników ryzyka, a także historyczne dane finansowe, zawarte są w Prospekcie Informacyjnym i Skrócie Prospektu Informacyjnego, dostępnych w siedzibie Quercus TFI S.A. oraz na stronie internetowej www.quercustfi.pl. Quercus TFI S.A. ani QUERCUS Parasolowy SFIO nie gwarantują realizacji założonych celów inwestycyjnych ani uzyskania określonych wyników inwestycyjnych. Zamieszczone w niniejszym dokumencie informacje nie stanowią informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE). Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Wartość aktywów netto QUERCUS Absolutny, QUERCUS Global Balanced, QUERCUS Agresywny, QUERCUS Global Growth, QUERCUS Gold, QUERCUS Siler, QUERCUS lev oraz QUERCUS short może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfela, a w szczególności inwestowanie aktywów tych subfunduszy w akcje i instrumenty pochodne. QUERCUS Parasolowy SFIO może lokować powyżej 35% wartości aktywów subfunduszy QUERCUS Dłużny Krótkoterminowy, QUERCUS Akumulacji Kapitału, QUERCUS Obligacji Skarbowych, QUERCUS Absolutny, QUERCUS Global Balanced oraz QUERCUS Agresywny w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski. QUERCUS Parasolowy SFIO może lokować powyżej 35% wartości aktywów Subfunduszu QUERCUS Global Balanced w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski, lub Departament Skarbu Stanów Zjednoczonych Ameryki, lub Republikę Federalną Niemiec. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji każdego uczestnika zależy od dnia nabycia i dnia zbycia jednostek uczestnictwa oraz od pobranych opłat manipulacyjnych i wysokości należnego podatku. Wartości jednostek uczestnictwa Subfunduszu oraz Tabela Opłat dostępne są na stronie internetowej www.quercustfi.pl. Niniejszy materiał ma wyłącznie charakter promocyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej. Przed nabyciem jednostek uczestnictwa należy wnikliwie zapoznać się z Prospektem Informacyjnym oraz kosztami i opłatami związanymi z inwestowaniem w jednostki uczestnictwa. Quercus TFI S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego, będącą dla Quercus TFI S.A. organem nadzoru.