

Komentarz miesiąca

Wrzesień 2025



Marek Kuczalski

Dyrektor Departamentu
Zarządzania Portfelami
Akcyjnymi

Rynki akcji

Wrzesień upłynął w wyjątkowo optymistycznych nastrojach na rynkach akcyjnych. Miniony miesiąc był najlepszym wrześniem od 15 lat na amerykańskim rynku akcji. Indeks S&P 500 zyskał 3,53%, a technologiczny NASDAQ aż 5,61%. Na rynku polskim sytuacja nie była jednak aż tak korzystna.

ŚWIAT

Miniony miesiąc był najlepszym wrześniem od 15 lat na amerykańskim rynku akcji. Indeks S&P 500 zyskał 3,53%, a technologiczny NASDAQ aż 5,61%. Jednym z głównych powodów wzrostu była długo oczekiwana obniżka stóp procentowych. Mimo że prezes FED Jerome Powell podkreślał dylemat pomiędzy wspieraniem rynku pracy a walką z inflacją, bank centralny zdecydował się na cięcie stóp o 25 pb. Rynek spodziewa się, że do końca roku powinniśmy zobaczyć kolejne dwie obniżki. Statystyki pokazują wyraźny powrót kapitału do Stanów Zjednoczonych, przy jednoczesnym ograniczeniu ekspozycji na Europę i Japonię. Globalna rotacja kapitału związana jest przede wszystkim z niestabilnym zainteresowaniem spółkami z sektora sztucznej inteligencji. Wzrosty obejmują nie tylko największe podmioty, lecz także spółki o mniejszej kapitalizacji. Większość przedsiębiorstw poprawia swoje wyniki finansowe, a inwestorzy ignorują potencjalne zagrożenia – nawet brak kompromisu w sprawie limitu zadłużenia i częściowe zamknięcie instytucji rządowych nie zniechęciły do akcji amerykańskich.

Na Starym Kontynencie sytuacja była bardziej złożona. Wstępne dane o inflacji, na poziomie 2,2% przekreśliły nadzieje na obniżki stóp procentowych przez EBC. Ponadto zawirowania związane z brakiem uzyskania wotum zaufania dla nowego rządu we Francji, ponownie zwróciły uwagę na ryzyka polityczne. Napięcia zwiększyły także naruszenia przestrzeni powietrznej kilku państw europejskich przez prawdopodobnie rosyjskie obiekty, przypominając o trwającej wojnie w Ukrainie. Mimo to, indeks szerokiego rynku EURO STOXX 600 wzrósł o 1,46%, natomiast indeks dużych spółek EURO STOXX 50 zyskał aż 3,33%.

Na rynkach wschodzących panowały zdecydowanie lepsze nastroje. Stabilny dolar i rosnące ceny metali szlachetnych wsparły silne wzrosty na większości parkietów. Najlepiej wypadły giełdy Ameryki Południowej, choć również rynki azjatyckie kontynuowały zwyżki.

POLSKA

Na warszawskim parkiecie nastroje były mieszane. Wciąż widoczny był efekt decyzji rządu z sierpnia o podniesieniu podatku CIT dla banków. W skali miesiąca, indeks WIG-BANKI spadł o 1,93%. Choć zdaniem analityków, dotychczasowe przeceny w pełni zdyskontowały efekt wyższych podatków, inwestorzy zagraniczni wstrzymywali się z zakupami, obawiając się, że także inne sektory mogą zostać objęte wyższymi obciążeniami.

Negatywnie na sentyment wpływały również incydenty militarne – naruszenie polskiej przestrzeni powietrznej przez rosyjskie drony i zestrzelenie części z nich przez wojska NATO, przypomniaty o trwającym konflikcie i niskiej premii za ryzyko w regionie. Spadki dominowały w sektorze medialnym i motoryzacyjnym.

Zdecydowanie lepiej radziły sobie inne branże. Liderem był **KGHM**, którego kurs wzrósł aż o 25%, wspierany wzrostem cen miedzi (m.in. po ograniczeniach produkcji w Indonezji) oraz srebra. Pozytywnie wyróżnił się także sektor paliwowy – wysokie marże rafineryjne i lepsze perspektywy energetyczne pozwoliły kursowi **Orlenu** zyskać 11,24%. Dobrze prezentowały się również spółki odzieżowe i obuwnicze, częściowo dzięki rotacji inwestorów z banków do spółek konsumenckich.

W efekcie indeks szerokiego rynku **WIG** zakończył miesiąc na plusie (+1,52%), a **WIG20TR** uwzględniający dywidendy, wzrost o 1,88%. Nieco gorzej wypadły mniejsze spółki – **mWIG40TR** stracił 0,29%.

PERSPEKTYWY

Za nami trzy kwartały silnych wzrostów na rynkach akcyjnych. Zwyżki w sektorze AI przybrały niemal euforyczny charakter, co przełożyło się na poprawę nastrojów także w innych branżach. Obecnie rynek wycenia wszystkie pozytywne informacje, ignorując zagrożenia. Taki etap może jeszcze potrwać, jednak zbliżamy się do momentu, w którym inwestorzy mogą uznać, że doszło do przewartościowania. Kluczowe będzie uważne śledzenie napływających danych i elastyczne dostosowywanie alokacji sektorowej.



Grzegorz Latąła

Dyrektor Departamentu
Zarządzania Portfelami
Dłużnymi

Rynki obligacji

We wrześniu OECD w raporcie Interim Economic Outlook obniżyła prognozy wzrostu dla wielu gospodarek, wskazując na rosnące bariery handlowe i słabszą dynamikę inwestycji. Największe korekty dotyczyły strefy euro i Japonii, gdzie oczekuje się wolniejszego tempa wzrostu w drugiej połowie roku.

ŚWIAT

16 września Bank Światowy w aktualizacji Global Economic Prospects również zredukował globalną prognozę PKB na 2025 r. do 2,3% (z 2,7%), podkreślając wpływ ceł i napięć geopolitycznych na handel i produkcję. Obie instytucje ostrzegły, że ryzyko stagflacji pozostaje wysokie, a polityka monetarna będzie musiała balansować między wsparciem wzrostu a kontrolą inflacji. **Zarząd Rezerwy Federalnej USA (FED), po raz pierwszy od grudnia 2024 r., obniżył stopy procentowe. Końcówka września przyniosła dodatkowo „zamknięcie rządu”, co zwiększyło niepewność fiskalną w USA. Rozwój wydarzeń sugeruje, że perspektywa rychłego zakończenia wojny w Ukrainie oddala się.**

W **USA** we wrześniu wskaźniki PMI w sektorze wytwórczym nieznacznie się poprawiły, ale nadal pozostają poniżej poziomu 50 pkt, co oznacza utrzymującą się słabość przemysłu. W sektorze usług koniunktura pozostaje dobra, wspierając ogólną aktywność gospodarczą. Pozytywnie zaskoczyła sprzedaż detaliczna, która wzrosła o 0,6% m/m. Wskaźniki inflacji utrzymały się na podwyższonym poziomie – bazowy PCE wyniósł 2,9% r/r, wyraźnie powyżej celu FED. Biuro Statystyki Pracy (BLS) opublikowało wstępną rewizję danych za okres marzec 2024 – marzec 2025, obniżając wcześniejsze szacunki zatrudnienia o 911 tys. miejsc pracy, czyli o 0,6%. To największa korekta od ponad dwóch dekad, wskazująca, że rynek pracy był od dłuższego czasu znacznie słabszy, niż wcześniej sądzono. Mimo wzrostu barier w handlu zagranicznym i mimo wyraźnie słabnącego rynku pracy, strona popytowa amerykańskiej gospodarki pozostaje bardziej odporna, niż oczekiwano, a wpływ taryf na inflację okazał się mniejszy od prognoz.

We wrześniu Rezerwa Federalna obniżyła stopę funduszy federalnych o 25 pb do przedziału 4,00–4,25%. FED podniósł prognozę wzrostu PKB na 2025 r. z 1,4% do 1,6%, sygnalizując większą odporność gospodarki mimo słabnącego rynku pracy. Jednocześnie utrzymał prognozę inflacji PCE na poziomie 3,0% w 2025 r., ale podniósł ją na 2026 r. z 2,4% do 2,6%, co sugeruje wolniejszy powrót do celu 2%. Prognozy na lata 2027–2028 pozostały blisko celu. Decyzja o obniżeniu była

motywowana przede wszystkim pogarszającą się sytuacją na rynku pracy. Jerome Powell określił ruch jako „cięcie w ramach zarządzania ryzykiem”, podkreślając brak zależności kolejnych decyzji od napływających danych gospodarki USA. W komunikatach członków FOMC pojawiały się dwa główne wątki: obawy o trwałość zatrudnienia oraz przekonanie, że wpływ ceł na inflację będzie przejściowy. Jednocześnie widać było duże zróżnicowanie oczekiwań co do przyszłej ścieżki stóp – tzw. dot plots pokazały szeroki rozrzut prognoz: część członków widzi jeszcze dwie obniżki w tym roku, inni tylko jedną lub brak dalszych ruchów. Brak konsensusu i ostrożny ton komunikacji sugerują, że FED stara się balansować między ryzykiem stagflacji a potrzebą wsparcia gospodarki, z kolei prognozy co do tempa i głębokości dalszych obniżek stóp procentowych w USA obciążone są wysoką niepewnością.

Rynkowe oczekiwania skali obniżek w horyzoncie do końca 2025 roku nieznacznie wzrosły: po wrześniowej obniżce, FED powinien obciąć stopy jeszcze dwukrotnie. Oczekiwania docelowego poziomu stóp procentowych w USA pozostały na niezmiennym poziomie 3%. We wrześniu rentowność 10-letnich obligacji skarbowych USA spadła z 4,23% do 4,15%. Wsparciem dla amerykańskiego rynku obligacji, poza decyzjami FED, były znaczące napływy kapitału międzynarodowego do USA.

Dane gospodarcze ze **strefy euro** opublikowane we wrześniu nie przyniosły istotnych niespodzianek. Wskaźniki PMI dla przemysłu i usług przeciętnie utrzymały się powyżej granicy 50 pkt, sygnalizując stabilizację aktywności w sektorze wytwórczym oraz relatywnie dobrą koniunkturę w sektorze usług. Inflacja HICP (2,0% r/r) oraz inflacja bazowa (2,3% r/r) pozostają blisko celu EBC, a dynamika cen producentów (PPI) jest bardzo niska, co ogranicza presję kosztową. Stopa bezrobocia utrzymuje się na stabilnym poziomie 6,2%. Stałszym punktem pozostaje sprzedaż detaliczna, która spadła w ujęciu miesięcznym, co może wskazywać na ostrożność konsumentów. Dane te wspierają scenariusz kontynuacji umiarkowanego wzrostu gospodarczego w nadchodzących miesiącach i utrzymywania się inflacji w okolicach celu 2%. Na wrześniowym posiedzeniu Europejski Bank Centralny (ECB) zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe bez zmian: stopa depozytowa wyniosła 2%. Decyzja była jednomyślna. W komunikacie podkreślono, że inflacja w strefie euro znajduje się obecnie blisko celu 2%, a projekcje ECB na lata 2025–2027 pozostały praktycznie niezmiennione względem czerwca (HICP: 2,1% w 2025, 1,7% w 2026, 1,9% w 2027; inflacja bazowa: 2,4%, 1,9%, 1,8%). Prognoza wzrostu PKB na 2025 r. została podniesiona do 1,2% (z 0,9%), a na 2026 r. nieznacznie obniżona do 1,0%.

Podczas konferencji prasowej prezes Christine Lagarde podkreśliła, że polityka ECB jest „w dobrym miejscu”, a ryzyka dla wzrostu gospodarczego są obecnie „bardziej zrównoważone” niż przed wakacjami. Lagarde zaznaczyła, że proces dezinflacji „dobiegł końca”, a inflacja jest tam, gdzie bank chciałby ją widzieć. Jednocześnie podkreśliła, że ECB nie deklaruje żadnej z góry ustalonej ścieżki stóp i będzie podejmować decyzje w oparciu o napływające dane. Wskazała też, że nieznaczne odchylenia inflacji od celu nie będą automatycznie wymuszać reakcji polityki pieniężnej. Wrześniowa decyzja ECB była zgodna z oczekiwaniami rynku i miała wydzwięk ostrożnego optymizmu – bank uznał, że inflacja jest pod kontrolą, a gospodarka wykazuje odporność mimo globalnych wyzwań, ale nie wykluczył elastyczności w przyszłych działaniach. Rynki zinterpretowały przekaz jako mocne potwierdzenie, że cykl łagodzenia polityki w strefie euro jest zakończony.

We wrześniu 2025 r. na rynku obligacji rządowych w strefie euro odnotowano rekordową podaż nowych emisji, która przekroczyła poziomy obserwowane w poprzednich miesiącach. Wartość nowych emisji była wyraźnie wyższa niż średnie miesięczne z pierwszej połowy roku, co wynikało zarówno z powrotu rządów na rynek po wakacyjnej przerwie, jak i rosnących potrzeb finansowania deficytów budżetowych oraz rządowych programów inwestycyjnych. Rentowność 10-letniej obligacji niemieckiej pozostała na niezmiennym poziomie 2,7%.

POLSKA

We wrześniu wskaźnik PMI dla polskiego przemysłu wzrósł do 48,0 pkt., wyraźnie powyżej oczekiwań, choć nadal poniżej granicy neutralnej, co oznacza najtańszy spadek aktywności od pięciu miesięcy. Poprawa PMI była wspierana przez wolniejsze tempo spadku nowych zamówień, w tym eksportowych, oraz wyhamowanie negatywnych tendencji w głównych komponentach indeksu. W danych o sprzedaży detalicznej za sierpień odnotowano wzrost o 3,1% r/r, nieco poniżej prognoz, jednak przy silnym wzroście sprzedaży dóbr trwałego użytku i paliw, co wskazuje na solidne fundamenty konsumpcji wspierane, ciągle szybkim choć spowalniającym, realnym wzrostem płac. Inflacja CPI we wrześniu zaskoczyła pozytywnie,

stabilizując się na poziomie 2,9% r/r, głównie dzięki spadkowi cen żywności i utrzymaniu niskiej dynamiki cen energii; inflacja bazowa pozostała na poziomie 3,2% r/r. Łącznie dane wskazują na stopniową poprawę koniunktury, stopniowe wyhamowywanie presji cenowej, co powinno sprzyjać scenariuszowi dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach.

We wrześniu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 0,25 pkt proc., ustalając stopę referencyjną na poziomie 4,75%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami rynku i uzasadniona dalszym spadkiem inflacji oraz sygnałami schłodzenia rynku pracy. Prezes NBP podczas konferencji prasowej podkreślił ostrożność i uzależnienie kolejnych decyzji od napływających danych, zwracając uwagę na ryzyka związane z polityką fiskalną i cenami energii. Komentarze członków RPP wskazywały, że decyzja wpisuje się w scenariusz stopniowego łagodzenia polityki pieniężnej, choć tempo dalszych cięć może być ograniczone przez niepewność budżetową i globalne otoczenie.

Rząd Polski przyjął projekt ustawy budżetowej na 2026 rok, zakładający utrzymanie wysokiego deficytu budżetowego (6,5% PKB) i bardzo ograniczoną w skali konsolidację finansów publicznych. Jednocześnie wskazał na gorsze niż założone w planie na bieżący rok przychody podatkowe, co może podnieść deficyt finansów publicznych w 2025 roku. W konsekwencji agencje ratingowe Fitch oraz Moody's obniżyły perspektywę oceny wiarygodności kredytowej Polski. Mimo tego rentowność 10-letniej polskiej obligacji skarbowej nieznacznie spadła z 5,52% na koniec sierpnia, do 5,46%, głównie ze względu na utrzymujące się dobre nastroje na rynkach wschodzących i nieco zwiększone napływy ze strony inwestorów globalnych na lokalny rynek długu.

PERSPEKTYWY

Kontynuacja cyklu obniżek stóp procentowych w USA powinna pozytywnie wpływać na koniunkturę na globalnych rynkach dłużnych w nadchodzących miesiącach. W Polsce, ceny obligacji adekwatnie dyskontują podwyższony poziom ryzyka związany z wysokim deficytem finansów publicznych i trwającym konfliktem w Ukrainie. NBP powinien kontynuować cykl obniżek stóp procentowych w tym i przyszłym roku, w ślad za oczekiwanym dalszym spadkiem inflacji, co powinno sprzyjać polskiemu rynkowi obligacji.

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym danego funduszu oraz z dokumentem zawierającym kluczowe informacje. Informacja ta nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeksu Cywilnego, jak również nie stanowi usługi doradztwa finansowego, prawnego i podatkowego oraz nie należy go traktować jako rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Fundusze Allianz nie gwarantują realizacji założonego celu inwestycyjnego subfunduszu, ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Wartość aktywów netto portfeli inwestycyjnych subfunduszy prowadzonych w ramach Funduszy może charakteryzować się dużą zmiennością wynikającą ze składu tych portfeli lub z przyjętej techniki zarządzania portfelami, w sytuacji dużej zmienności cen na rynku akcji. Fundusze mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów poszczególnych subfunduszy w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski, jednostki samorządu terytorialnego, państwa członkowskie Unii Europejskiej, jednostki samorządu terytorialnego państw członkowskich Unii Europejskiej, państwa należące do OECD lub międzynarodową instytucją finansową, której członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub co najmniej jedno z państw członkowskich Unii Europejskiej. Prezentowana zmiana wartości jednostki uczestnictwa jest oparta na historycznej wycenie Subfunduszu i nie stanowi gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji nie jest tożsama z wynikiem inwestycyjnym Funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa przez Fundusz, a także od wysokości pobranych opłat manipulacyjnych, które obniżają wartość inwestycji, kategorii jednostek uczestnictwa oraz obowiązków podatkowych obciążających uczestnika, w szczególności wysokości podatku od dochodów kapitałowych.

Prospekty informacyjne Funduszy Allianz zawierające wymagane prawem informacje, w tym o ryzyku inwestycyjnym, opłatach, kosztach i podatkach oraz kluczowe informacje dostępne są w języku polskim na stronie www.allianz.pl/tfi, pod linkiem https://www.allianz.pl/pl_PL/dla-ciebie/dokumenty/dokumenty-funduszy-inwestycyjnych.html oraz w Towarzystwie i u dystrybutorów Funduszy Allianz. Streszczenie praw inwestorów znajduje się w Prospektach Informacyjnych (Rozdział III, pkt 4) dostępnych w języku polskim na stronie www.allianz.pl/tfi.

TFI Allianz Polska S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego) z dnia 19 listopada 2003 roku.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Inflancka 4B, 00-189 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS: 0000176359, NIP 521-32-59-888, REGON 015555893, wysokość kapitału zakładowego: 69 888 000 złotych (wpłacony w całości).