MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLERSKI

Miesięczny komentarz do wyników Strategii Modelowych

Wrzesień 2026 r.



Paweł Regulski – Zarządzający portfelami funduszy

We wrześniu sytuacja na rynku długu była bardzo niekorzystna przede wszystkim ze względu na ciągle trwający konflikt na Bliskim Wschodzie oraz wysoki dług publiczny. Natomiast na rynku akcyjnym można było wypracować różne stopy zwrotu w zależności od specyfiki inwestycji (geografia, indeks).

Konflikt w Zatoce Perskiej przedłuża się razem z utrzymującymi się wysokimi cenami ropy. Od lipca mocnej przeceny doświadczyły obligacje stałokuponowe. Ze względu na utrzymujące się wysokie ryzyko geopolityczne w krótkim terminie trudno przewidzieć sytuację na rynku długu. Natomiast w dłuższym horyzoncie, w momencie deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, notowania ropy powinny się obniżyć, a ceny obligacji stałokuponowych solidnie wzrosnąć. Biorąc pod uwagę wysokie rentowości obligacji oraz trwającą od kilku lat hossę na rynku akcyjnym, część inwestorów może stwierdzić, że premia za ryzyko w przypadku bardziej ryzykownych aktywów, takich jak akcje, jest zbyt mała, co może skłonić ich do transferu środków do obecnie mocno przecenionych funduszy dłużnych.

Rentowności 10-letnich papierów skarbowych wzrosły we wrześniu zarówno w Polsce, Niemczech, jak i USA odpowiednio z: 6,06% do 6,34%, 3,32% do 3,59% oraz z 4,75% do 5,28%. Tak wysokie rentowności mieliśmy ostatnio w: Polsce w marcu 2023 r., Niemczech w 2008 r., a w USA w 2002 r. Polska krzywa dochodowości podniosła się, rosnąc najbardziej w tenorze 3-4 lat o ponad 50 pb. Niemiecka oraz amerykańska krzywa podniosły się najbardziej w tenorze od 2 do 10 lat o ponad 50 pb.

Bardzo mocne wzrosty rentowności obligacji na światowych rynkach spowodowały znaczne przeceny funduszy dłużnych, co negatywnie wpłynęło na wyceny Portfeli Funduszy. Wartość jednostki uczestnictwa subfunduszu Esaliens Obligacji Uniwersalny, reprezentanta grupy papierów dłużnych polskich skarbowych, obniżyła się w minionym miesiącu o 2,08%, a w przypadku funduszu Schroder Euro Government Bond (EUR), reprezentanta grupy papierów dłużnych europejskich skarbowych, przecena wyniosła 2,56%. Natomiast fundusz Franklin US Government Fund (PLN), reprezentant grupy papierów dłużnych USA skarbowych, przecenił się o 3,47%.

10-letni asset swap zawęził się i na koniec minionego miesiąca wyniósł 0,98%. We wrześniu ceny polskich obligacji skarbowych o stałym kuponie obniżyły się, indeks TBSP spadł o 0,90%. Wyższe stopy zwrotu wypracowały obligacje zmiennokuponowe. Indeks GPWB-BWZ wzrósł o 0,34%.

We wrześniu spready kredytowe pomiędzy obligacjami high yield a skarbowymi papierami rozszerzyły się o 52 pb. w USA i o 46 pb. w Europie. Wartość tytułów uczestnictwa subfunduszu Allianz PIMCO Global High Yield Bond, będącego częścią modelowych Portfeli Funduszy, obniżyła się w minionym miesiącu o 2,21%, natomiast Schroder Global Credit Income Dis QF stracił 2,45%. W przeciwieństwie do Polski globalnym standardem rynkowym dla obligacji korporacyjnych jest stała stopa procentowa. Z tego względu w minionym miesiącu zagraniczne fundusze korporacyjne traciły również na podwyższonej duracji. Ze względu na niskie spready kredytowe HY w dalszym ciągu istnieje ryzyko znaczącego ich rozszerzenia.

Według wstępnego szacunku inflacja CPI we wrześniu wzrosła do 4,0% r/r z 3,4% r/r w sierpniu i była zgodna z prognozami ekonomistów. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,7% m/m. Wzrost inflacji był spowodowany przede wszystkim efektem wyższych cen paliw. Obecny powrót programu CPN może spowodować, że inflacja CPI r/r pozostanie do końca roku poniżej 4%. Inflacja bazowa w sierpniu wzrosła zgodnie z konsensusem do 3,3% r/r z 3,1% r/r w lipcu. Sierpniowa inflacja PPI wzrosła znacznie powyżej oczekiwań do 4,2% r/r wobec 3,1% r/r (po rewizji) w lipcu. Na październikowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Prezes Glapiński na konferencji NBP stwierdził, że RPP jest gotowa do działania w związku ze wzrostem inflacji, jednocześnie ma nadzieję, że nie będzie takiej konieczności. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu wzrosło znacznie poniżej prognoz rynkowych o 5,6% r/r., a produkcja

przemysłowa za ten sam okres rozczarowała i wzrosła o 4,3% r/r. Produkcja budowlano-montażowa w sierpniu wzrosła poniżej oczekiwań o 6,7% r/r. Wskaźnik PMI dla przemysłu we wrześniu wzrósł powyżej oczekiwań do 49,0 pkt. W sierpniu wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych wyniósł 3,8% r/r.

W Stanach Zjednoczonych dynamika inflacji CPI w sierpniu wyniosła podobnie jak w lipcu 3,4% r/r i była zgodna z konsensusem rynkowym. Odczyt inflacji bazowej za ten sam okres był również zgodny z oczekiwaniami i wyniósł 2,4% r/r. Sierpniowa inflacja PPI wzrosła powyżej konsensusu do 5,4% r/r wobec 4,8% r/r w lipcu. Dynamika inflacji PCE oraz korowej PCE za sierpień obniżyła się odpowiednio do 3,4% i 3,0% r/r. Kolejny odczyt PKB za 2q26 został zrewidowany w górę z 1,5% do 2,2% q/q w ujęciu zannualizowanym. Rewizja była spowodowana wyższym odczytem inwestycji i wydatków konsumpcyjnych. Do wzrostu realnego PKB w drugim kwartale przyczyniły się najbardziej wydatki konsumpcyjne i inwestycje. We wrześniu Federalny Komitet do spraw Operacji Otwartego Rynku (FOMC) zgodnie z oczekiwaniami podwyższył stopy procentowe o 25 pb. do poziomu 3,75%-4,00%. Na koniec minionego miesiąca do czerwca 2027 wyceniane były trzy podwyżki stóp procentowych.

W strefie euro wstępny odczyt inflacji CPI za wrzesień wzrósł powyżej konsensusu do 3,8% r/r z 3,2% r/r w sierpniu, a inflacja bazowa wzrosła do 2,5% r/r z 2,4% r/r. Sierpniowa inflacja PPI wzrosła powyżej oczekiwań do 8,2% r/r wobec 5,8% r/r w lipcu. We wrześniu Europejski Bank Centralny zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy procentowe o 25 pb. Stopa podstawowych operacji refinansujących w EBC wynosi 2,65%. W strefie euro na koniec minionego miesiąca do czerwca 2027 wyceniane były trzy podwyżki stóp procentowych.

We wrześniu dokonano jednej zmiany inwestycyjnej. W strategii Dłużnej USD 38% środków z funduszu Fidelity Sustainable US Dollar Cash Fund A zostało zamienione na Fidelity US Dollar Bond Fund A Acc USD. Powyższa zmiana była spowodowana chęcią zwiększenia duracji ze względu na mocny wzrost rentowności amerykańskich obligacji skarbowych i oczekiwaniem na ich spadek w wyniku przyszłej deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie. Po zmianach efektywna duracja portfela wynosi 3,1.

We wrześniu strategia Konserwatywna wygenerowała stopę zwrotu -0,49%, podczas gdy benchmark (BM) osiągnął -0,06%. Strategia Dłużna wypracowała we wrześniu wynik -1,79% vs BM -1,64%. Wynik strategii dłużnej w Euro w minionym miesiącu był równy -1,19% vs BM 0,24%. Strategia dłużna w USD we wrześniu osiągnęła wynik -1,44% vs BM 0,31%.

W bieżącym roku 20 spółek odpowiada za ponad 70% stóp zwrotu globalnego indeksu MSCI ACWI. Zwroty z inwestycji w przeważającej mierze pochodziły od spółek z branży AI, a momentum było wiodącym stylem dla rynków rozwiniętych i wschodzących. Przewidywane zyski spółek są najwyższe dla rynków wschodzących. W ramach indeksu S&P500 we wzroście zysku na akcje wyraźnie przeważają spółki technologiczne i hyperskalerzy. Capexy największych spółek AI wciąż rosną, a ich nakłady inwestycyjne stale zwiększają się w relacji do ich operacyjnych przepływów pieniężnych. Globalnie spółki w większości sektorów są drogie. Natomiast obecnie dla equity najważniejsze wydają się być kolejne kwartalne wyniki spółek zwłaszcza technologicznych, które rozpoczynają się już w październiku.

W minionym miesiącu najwyższą cenę w historii indeksu (All-Time-High) osiągnęły m.in.: WIG, WIG20, Nasdaq Composite, Nasdaq-100, Bloomberg Magnificent 7.

We wrześniu performance amerykańskich indeksów wyniósł odpowiednio:

Indeks	Wynik
Bloomberg Magnificent 7	4,22%
Nasdaq Composite	1,86%
S&P 500	-0,45%
Russell 2000	-5,40%

Wyniki europejskich indeksów kształtowały się następująco:

Indeks	Wynik
WIG	3,17%
WIG20	3,95%
STOXX 600 Europe	-2,49%
DAX	-4,03%
FTSE250	-1,60%
CAC	-4,44%

Indeks MSCI Emerging Markets obniżył się o 0,84%.

W minionym miesiącu fundusze akcyjne będące składnikami portfeli modelowych wypracowały zarówno dodatnie, jak i ujemne stopy zwrotu. Najbardziej na wartości zyskał subfundusz Skarbiec Spółek Wzrostowych 7,25%, natomiast najbardziej przeceniły się Schroder Global Dividend Maximiser Dis QF -4,5% oraz Fidelity Funds Global Dividend Fund MDIST -2,65%. Strategie modelowe z udziałem funduszy akcyjnych wypracowały we wrześniu następujące stopy zwrotu. Strategia Dochodowa -1,84% vs BM -1,17%. Strategia Zrównoważona uzyskała stopę zwrotu -1,50% vs BM -0,86%, natomiast Agresywna -0,51% vs BM -0,08%.

Od początku roku pięć z siedmiu modelowych strategii przyniosły dodatnie stopy zwrotu. Przy założeniu, że alfa jest wynikiem strategii minus benchmark, poszczególne strategie w tym roku na koniec września wypracowały następujące alfy: Konserwatywna: -1,00%, Dłużna: 0,29%, Dochodowa: -2,05%, Zrównoważona -0,69%, Agresywna: 0,28%, Dłużna EUR -2,71%, Dłużna USD -2,78%.

30.09.2026	1M	3M	6M	12M	24M	36M	YTD
Konserwatywna	-0,49%	-1,34%	1,37%	2,55%	8,52%	17,19%	1,11%

30.09.2026	1M	3M	6M	12M	24M	36M	YTD
Dłużna	-1,79%	-3,18%	-0,64%	-0,06%	5,08%	18,53%	-1,26%

30.09.2026	1M	3M	6M	12M	24M	36M	YTD
Dochodowa	-1,84%	-2,62%	2,16%	1,67%	10,19%	24,60%	0,77%

30.09.2026	1M	3M	6M	12M	24M	36M	YTD
Zrównoważona	-1,50%	-2,71%	7,07%	7,14%	17,32%	37,42%	5,10%

30.09.2026	1M	3M	6M	12M	24M	36M	YTD
Agresywna	-0,51%	-1,36%	17,01%	15,49%	31,89%	59,33%	13,71%

30.09.2026	1M	3M	6M	12M	24M	36M	YTD
Dłużna EUR	-1,19%	-2,03%	-0,58%	-0,46%	1,58%	-	-0,80%

30.09.2026	1M	3M	6M	12M	24M	36M	YTD
Dłużna USD	-1,44%	-1,47%	-0,55%	-	-	-	0,02%

Wszelkie przedstawione analizy, komentarze i konkluzje stanowią osobiste poglądy autora wyrażone w oparciu o posiadaną fachową wiedzę dotyczącą funkcjonowania rynku finansowego.

Niniejszy materiał jest publikacją handlową Michael / Ström Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie:

a) nie stanowi rekomendacji w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi;
b) nie jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające go dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy;
c) nie spełnia standardów rekomendacji inwestycyjnej określonych w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.