

Październik 2026

RYNEK DŁUGU

We wrześniu krajowy rynek długu pozostawał pod wpływem przede wszystkim wyraźnego pogorszenia perspektyw inflacyjnych, ostrożnej postawy Rady Polityki Pieniężnej oraz rosnącej presji na globalnych rynkach obligacji. Istotnym czynnikiem pozostawała również sytuacja fiskalna, w tym przedstawiony pod koniec miesiąca projekt budżetu państwa na 2027 r. W efekcie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych Polski utrzymywały się w okolicach 6,3–6,5%, a na koniec września wyniosły około 6,4%. W trakcie miesiąca rentowności były jednak wyraźnie zmienne i przejściowo przekraczały 6,5%.



Najważniejszym krajowym wydarzeniem września było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w dniach 8–9 września



Najważniejszym krajowym wydarzeniem września było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w dniach 8–9 września. RPP zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian, w tym stopy referencyjnej na poziomie 3,75%. Była to kolejna decyzja potwierdzająca ostrożne podejście Rady do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. Na decyzję wpłynął przede wszystkim ponowny wzrost inflacji oraz niepewność dotycząca dalszego kształtowania się cen energii i surowców.

We wrześniu szczególnie istotne były dane inflacyjne. Opublikowany 15 września przez GUS pełen odczyt CPI za sierpień potwierdził wzrost inflacji do 3,4% r/r, przy wzroście cen o 0,3% m/m. Jeszcze ważniejszy sygnał pojawił się pod koniec miesiąca, kiedy wstępny szacunek GUS pokazał przyspieszenie inflacji CPI we wrześniu do 4,0% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,7%. Tak wyraźne przyspieszenie inflacji istotnie ogranicza przestrzeń do dalszych obniżek stóp procentowych i zwiększa ryzyko utrzymywania restrykcyjnej polityki pieniężnej przez dłuższy czas.

Na rynku pracy we wrześniu widoczne były dalsze oznaki stopniowego schładzania sytuacji. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu było o 0,8% niższe niż rok temu. Jednocześnie przeciętne wynagrodzenie wyniosło 9 259,54 zł, a dynamika płac pozostawała wyraźnie niższa niż w okresie wcześniejszego silnego wzrostu wynagrodzeń. Z punktu widzenia RPP dane te ograniczają ryzyko dalszego narastania presji popytowej, jednak ich pozytywny wpływ na perspektywy inflacyjne był w dużej mierze równoważony przez wzrost cen energii i paliw.

Istotnym wydarzeniem dla krajowego rynku długu pod koniec września było również przyjęcie przez Radę Ministrów projektu budżetu państwa na 2027 r. i przekazanie go do Sejmu. Projekt zakłada dochody budżetu państwa na poziomie 696,4 mld zł, wydatki w wysokości 977,6 mld zł oraz deficyt budżetu państwa nie większy niż 281,2 mld zł. Jednocześnie założono wzrost realnego PKB o 3,0% oraz średnioroczną inflację na poziomie 2,8%. Wysoki poziom wydatków i utrzymująca się ekspansywna polityka fiskalna pozostają czynnikiem ograniczającym potencjał spadku rentowności krajowych obligacji, szczególnie w sytuacji, gdy globalny rynek również wymaga od inwestorów wyższej premii za ryzyko fiskalne.



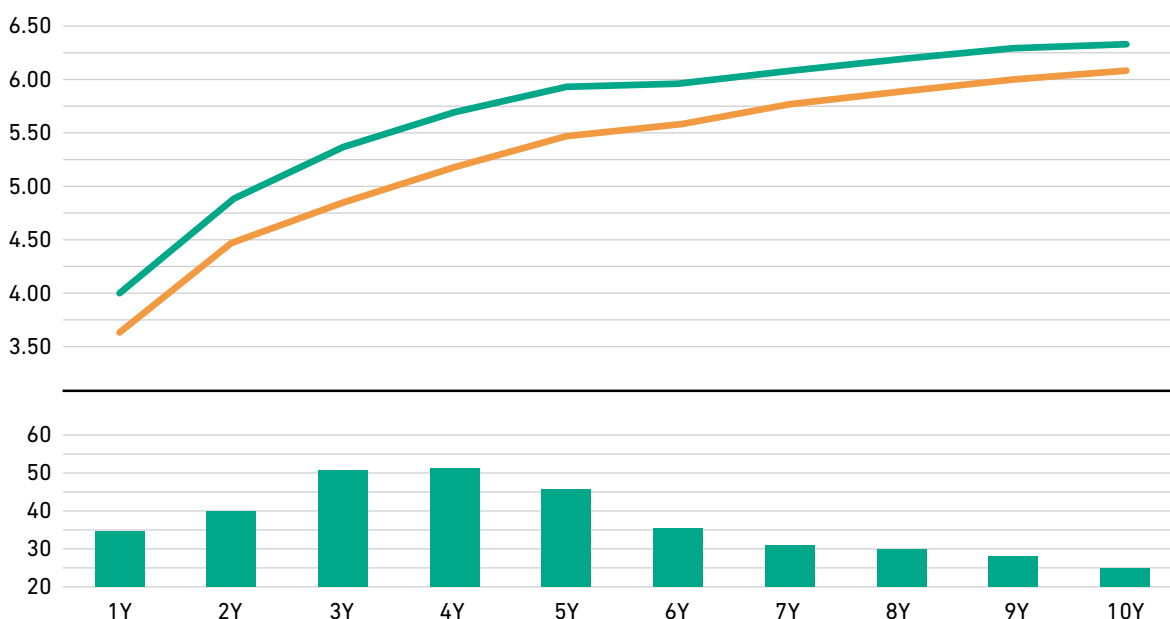
Na rynkach globalnych wrzesień przyniósł wyraźne pogorszenie warunków na rynku długu



Na rynkach globalnych wrzesień przyniósł wyraźne pogorszenie warunków na rynku długu. Szczególnie istotna była decyzja Europejskiego Banku Centralnego z 10 września, który podwyższył podstawowe stopy procentowe o 25 pb. ECB uzasadnił decyzję utrzymującą się presją inflacyjną, m.in. w związku z sytuacją na rynku energii. Bank podniósł również prognozę inflacji na kolejne lata, wskazując na ryzyko utrzymania się dynamiki cen powyżej celu 2%. Jednocześnie prognozy wzrostu gospodarczego zostały zrewidowane w górę, co dodatkowo ograniczało argumenty za szybkim powrotem do łagodniejszej polityki pieniężnej. Równie istotne było wrześniowe posiedzenie Rezerwy Federalnej. W dniach 15–16 września FED zdecydował o podwyżce stóp procentowych o 25 pb, do przedziału 3,75–4,00%. Była to decyzja jednogłośnie. Obie te decyzje były szczególnie istotne dla globalnego rynku długu, ponieważ potwierdziły, że główne banki centralne pozostają skoncentrowane na ryzyku inflacyjnym, nawet kosztem utrzymywania wyższych kosztów finansowania.

Konsekwencją wrześniowych decyzji banków centralnych oraz utrzymujących się obaw dotyczących inflacji oraz finansów publicznych był silny wzrost rentowności obligacji amerykańskich. Rentowność 10-letnich Treasuries wzrosła w trakcie miesiąca do ponad 5%, a na koniec września wyniosła około 5,29%, wobec 4,75% na koniec sierpnia. Oznacza to wzrost o około 54 pb w ciągu miesiąca. Jednocześnie rentowność 30-letnich obligacji wzrosła do około 5,63%. Wrzesień był tym samym jednym z najstabszych miesięcy dla globalnego rynku długu od kilku lat. Wzrost rentowności wynikał nie tylko z oczekiwań dotyczących polityki FED, ale również z obaw o wysoką podaż długu oraz rosnące potrzeby pożyczkowe największych gospodarek. Perspektywa szybkiego powrotu rentowności krajowych 10-latek poniżej 6% pozostaje ograniczona, a rynek w większym stopniu będzie uzależniony od kolejnych danych o inflacji, komunikacji RPP oraz sytuacji fiskalnej. Zejście na niższe poziomy wymagać będzie znacznej przeceny ropy naftowej, stanowczych komentarzy prezesa NBP nt. stabilizacji stóp procentowych oraz uspokojenia sytuacji na amerykańskim rynku długu.

Zmiana krzywej rentowności polskich papierów skarbowych we wrześniu



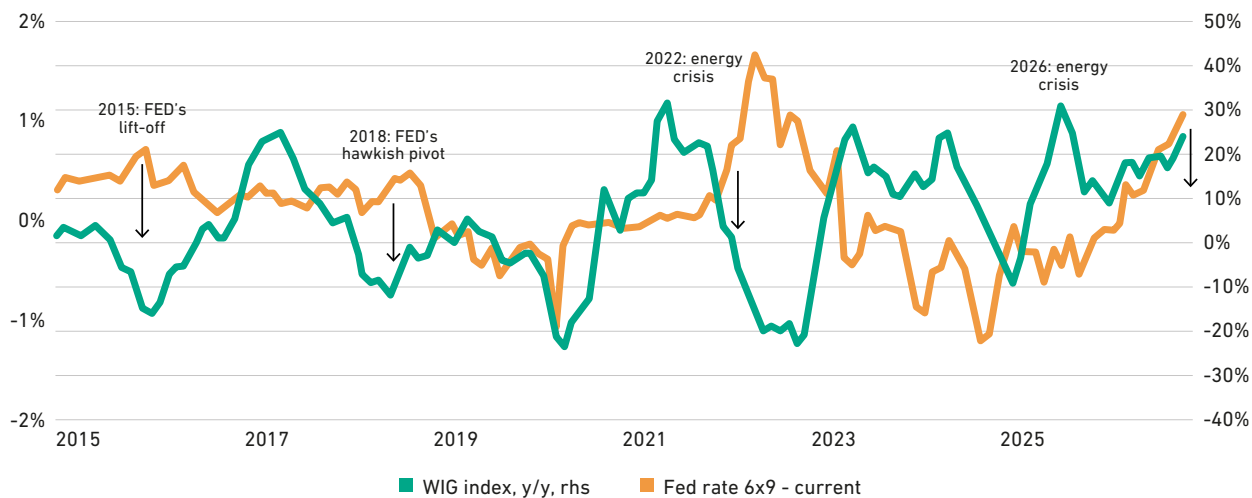
Źródło: Bloomberg

RYNEK POLSKI

Sytuacja gospodarcza w Polsce jest stabilna. Oczekiwany wzrost gospodarczy w tym roku jest blisko 4%, a w przyszłym roku nieco niższy bo około 3%. Wpływ na to ma koniec rozliczania i realizacji planu KPO jak również osłabienie konsumpcji w związku z niższą dynamiką płac realnych. W ostatnich miesiącach obserwowaliśmy wzrost inflacji, która we wrześniu wzrosła z 3,4% do 4% co jest powyżej górnego ograniczenia celu NBP. RPP na razie nie podnosi stóp procentowych i zrobi to pewnie dopiero wtedy, gdy kurs walutowy ją do tego zmusi. Nie zmienia to faktu, że również w Polsce rosną rentowności obligacji ale na razie bez wpływu na rynek akcji.

Na rynek akcji największy wpływ miały napływy środków zagranicznych inwestorów. Jak zawsze jest to główny czynnik mający wpływ na indeks WIG20. Saldo zakupów cały czas rośnie i na poziomie skumulowanym jest rekordowo wysokie na tle ostatnich 10 lat. Dodatkowo do funduszy inwestycyjnych mających komponent akcyjny płyną wreszcie środki. Rosną cały czas oszczędności emerytalne, a w przyszłym roku czeka nas autozapis PPK. Polacy coraz więcej środków inwestują długoterminowo, a przez to rośnie komponent akcyjny. To jest pozytywne. Z drugiej strony, jak widać poniżej, wzrosty indeksu WIG stoją w kontrze do przeszłych trendów gdy w okresach spodziewanych podwyżek stóp przez FED ceny akcji spadały. Nie można nie zauważyć, że po trzech latach hossy wskaźniki wyceny są już powyżej średnich i akcje nie są tak atrakcyjne, a sytuację pogarsza wzrost rentowności obligacji.

Fed rate expectations vs. WIG Index



Źródło: Bloomberg, PKO BP Securities

Podsumowując na ten moment globalnie uważamy, że ryzyka dla akcji przeważają. Lokalnie może to doprowadzić do odpływu kapitału zagranicznego i spadków cen akcji. Cały czas uważamy, że systematyczne napływy środków emerytalnych będą pozytywnie wpływały na ceny akcji w długim okresie, natomiast krótkoterminowo ryzyko dalszego wzrostu rentowności obligacji może doprowadzić do głębszej korekty.

	MTD%	QTD%	YTD%
WIG	3,2%	16,0%	34,2%
WIG20	4,0%	16,6%	31,3%
WIG Banki	8,7%	19,6%	48,2%
mwig40 index	-0,4%	12,0%	29,3%
swig80 index	-2,8%	0,1%	3,5%
WIBR6M Index	3,9%	3,9%	3,9%

Źródło: Bloomberg

Podsumowując na ten moment globalnie uważamy, że ryzyka dla akcji przeważają

RYNEK ZAGRANICZNY

Wydarzenia na Bliskim Wschodzie były w trzecim kwartale jednym z najważniejszych źródeł zmienności. Konflikt USA i Izraela z Iranem okresowo ograniczał przepływ ropy przez cieśninę Ormuz, co szybko przełożyło się na ceny surowca i rentowności obligacji. Na przestrzeni kwartału kontrakty terminowe na ropę były notowane zarówno poniżej 70 USD jak i powyżej 100 USD za baryłkę. Wysoka zmienność dotknęła też rynki produktów ropopochodnych oraz ceny gazu ziemnego. Widać tym samym, że wpływ konfliktu na gospodarkę jest szerszy niż tylko na sam sektor energetyczny, wyższe ceny paliw zwiększyły ryzyko inflacyjne i przestawiły politykę monetarną z trybu obniżek do podwyżek stóp procentowych.

Kolejnym elementem obrazu rynku pozostawały akcje związane ze sztuczną inteligencją. W lipcu doszło do wyraźnej korekty części segmentu półprzewodników. Philadelphia Semiconductor Index tracił w połowie miesiąca ponad 20% od czerwcowego szczytu. Głównym powodem, co okazało się po fakcie, była wymuszona wyprzedaż aktywów przez fundusz Situational Awareness, którego pozycje ostatecznie przejął Citadel pod koniec lipca. Na to wydarzenie, nałożyło się gwałtowne zamykanie długich, lewarowanych pozycji w funduszach ETF na rynku południowokoreańskim, co wywołało głęboką korektę tamtejszych aktywów technologicznych.

W ślad za spadającymi kursami akcji, inwestorzy, szukając powodów przereceny, kolejny raz wrócili do narracji rynkowej, wskazującej na fundamentalną zmianę w strukturze największych spółek technologicznych z modelu 'asset-light' do transformacji w podmioty wysoce kapitałochłonne. Co, w efekcie, negatywnie wpływa na ich rentowność FCF i zmusza do masowego pozyskiwania kapitału na rynkach długu, co strukturalnie podnosi ich profil ryzyka finansowego.

Po mocnej przerecenie, dobre wyniki i prognozy największych firm technologicznych ponownie skierowały kapitał do sektora. Skala tego zjawiska jest istotna dla całego rynku: warto przypomnieć, że spółki powiązane z AI odpowiadają już za około 58% kapitalizacji S&P 500, dlatego zachowanie segmentu technologicznego w coraz większym stopniu determinuje wynik całego indeksu.

Przechodząc do polityki monetarnej, widać globalne przejście do bardziej jastrzębiego nastawienia. We wrześniu Rezerwa Federalna zdecydowała się na podwyżkę stóp procentowych, co oznacza powrót do cyklu zacieśniania polityki pieniężnej po okresie obniżek w poprzednich latach. Krok ten wpisuje się w retorykę przewodniczącego Kevina Warsha, który podczas sympozjum w Jackson Hole odszedł od praktyki "forward guidance", kładąc nacisk na bieżącą interpretację danych z gospodarki. Głównym argumentem za utrzymaniem restrykcyjnego kursu pozostaje odczyt inflacji PCE, która przy poziomie 3,7% (oraz inflacji bazowej na poziomie 3,3%) nadal przewyższa cel banku centralnego wynoszący 2%. W strefie euro Europejski Bank Centralny podniósł z kolei stopę depozytową do poziomu 2,5%. Decydenci EBC traktują obecny wzrost cen energii jako czynnik o średnim natężeniu i starają się zbalansować kontrolę inflacji z ryzykiem nadmiernego schłodzenia gospodarki, celując w uniknięcie tzw. efektów drugiej rundy. W Japonii prezes Kazuo Ueda potwierdził zmianę kursu na bardziej restrykcyjny, sygnalizując gotowość do kolejnych podwyżek stóp procentowych, co ma na celu ustabilizowanie krajowej inflacji oraz wsparcie kursu jena na rynkach walutowych.

W globalnej gospodarce wyraźnie zarysowuje się zjawisko bifurkacji, określane w raportach analitycznych jako „opowieść o dwóch gospodarkach”. W Stanach Zjednoczonych segment inwestycji przedsiębiorstw rośnie w stabilnym tempie, wspierany głównie przez długoterminowe nakłady na infrastrukturę technologiczną i moce obliczeniowe dla sztucznej inteligencji. Z drugiej strony, wydatki konsumentów rosną wolniej, ponieważ realne dochody gospodarstw domowych są ograniczane przez inflację utrzymującą się powyżej dynamiki płac.

Równocześnie coraz wyraźniej było widać, że obecny cykl inwestycyjny nie ogranicza się do centrów danych. Rosną również inwestycje w budowę fabryk, elektrownie i infrastrukturę przesyłową. Oznacza to, że impuls inwestycyjny związany z AI rozciąga się wiele innych sektorów gospodarki takich jak budownictwo, energetykę, przemysł czy infrastrukturę. Rotacja sektorowa obserwowana na rynkach akcyjnych jest odzwierciedleniem próby znalezienia ekspozycji na ten szerszy cykl, a nie tylko na producentów układów scalonych.



Podsumowanie kwartału pozostaje korzystne dla gospodarki, ale mniej jednoznaczne dla rynku akcji



Podsumowanie kwartału pozostaje korzystne dla gospodarki, ale mniej jednoznaczne dla rynku akcji. Z jednej strony, zyski przedsiębiorstw nadal rosną. Analitycy oczekują wzrostu EPS na amerykańskim rynku o ponad 30% w bieżącym roku, dzięki czemu wskaźniki (np. cena/zysk) wielu spółek, uległy kompresji z ponad 25x w szczycie do obecnych 19x. Z drugiej strony, amerykańskie akcje w stosunku do danych historycznych wciąż notowane są z premią. Jednocześnie rentowności długoterminowych obligacji wyraźnie wzrosły, co wywiera presję na sektory o wysokiej wrażliwości na stopy procentowe.

Nasze podejście na kolejne miesiące pozostaje umiarkowanie pozytywne dla akcji, ale z większym naciskiem na selekcję niż w pierwszej połowie roku. Nie zakładamy końca cyklu inwestycyjnego w AI; przeciwnie, jego wpływ stopniowo przenosi się z samych producentów technologii na energetykę, półprzewodniki, sprzęt, budownictwo i przemysł. Jednocześnie rosnące rentowności, ceny energii i wysoka koncentracja indeksów ograniczają przestrzeń do dalszego wzrostu samych mnożników. Dlatego większą uwagę zwracamy na spółki, których wyniki są wspierane przez realny wzrost nakładów inwestycyjnych, stabilne przepływy pieniężne i rozsądne wyceny. W tym otoczeniu Value może stopniowo zmniejszać dyskonto wobec Growth, natomiast dalsze zachowanie szerokiego rynku będzie zależeć od tego, czy wzrost zysków zacznie obejmować większą liczbę sektorów i spółek, a nie tylko największych beneficjentów AI.

	MTD%	QTD%	YTD%
S&P500	-0,5%	2,0%	11,0%
Nasdaq	1,9%	2,5%	14,7%
Stoxx600	-2,5%	-1,1%	7,1%
RTY Index	-5,4%	-7,5%	11,8%
DAX	-4,0%	0,8%	2,9%
MSCI Emerging Mkts	-0,8%	-1,0%	21,6%
MSCI World	-1,3%	1,6%	10,0%

Źródło: Bloomberg

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.