Rockbridge

Listopad 2026

RYNEK DŁUGU

W październiku krajowy rynek długu pozostawał pod wpływem utrzymującej się niepewności dotyczącej perspektyw inflacyjnych, ostrożnej postawy Rady Polityki Pieniężnej oraz sytuacji na globalnych rynkach obligacji. Istotnym czynnikiem pozostawały również wysokie ceny surowców energetycznych, związane z napiętą sytuacją geopolityczną na Bliskim Wschodzie. Jednocześnie publikowane dane krajowe wskazywały na stopniowe schładzanie rynku pracy i umiarkowaną aktywność konsumentów, co częściowo ograniczało obawy o presję popytową. Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych Polski utrzymywała się na podwyższonym poziomie, oscylując w okolicach 6,3–6,5%, a na koniec października wyniosła około 6,34%.

> ***Najważniejszym krajowym wydarzeniem października było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w dniach 6–7 października.***

Najważniejszym krajowym wydarzeniem października było posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej w dniach 6–7 października. RPP zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Decyzja potwierdziła ostrożne podejście Rady do dostosowań polityki pieniężnej. Największym ryzykiem jest ponowny wzrost cen energii i lepkość inflacji. Podczas konferencji prasowej prezes NBP Adam Glapiński zwracał uwagę na konieczność monitorowania wpływu czynników zewnętrznych na krajową inflację, nie sygnalizując jednocześnie potrzeby szybkiej zmiany poziomu stóp procentowych. Odczyt CPI za wrzesień potwierdził wzrost inflacji do 4,1% r/r, wobec 3,4% w sierpniu. Pod koniec miesiąca pojawił się jednak bardziej pozytywny sygnał – według wstępnego szacunku inflacja w październiku obniżyła się do 3,5% r/r. Spadek ten był częściowo związany z obniżeniem cen paliw i czynnikami regulacyjnymi, dlatego nie oznaczał jeszcze jednoznacznego wygasania presji inflacyjnej. Z punktu widzenia RPP istotne pozostawało również zachowanie inflacji bazowej, która lepiej odzwierciedla trwałość krajowej presji cenowej. Według wstępnych analiz ta kategoria inflacji również się obniżyła.

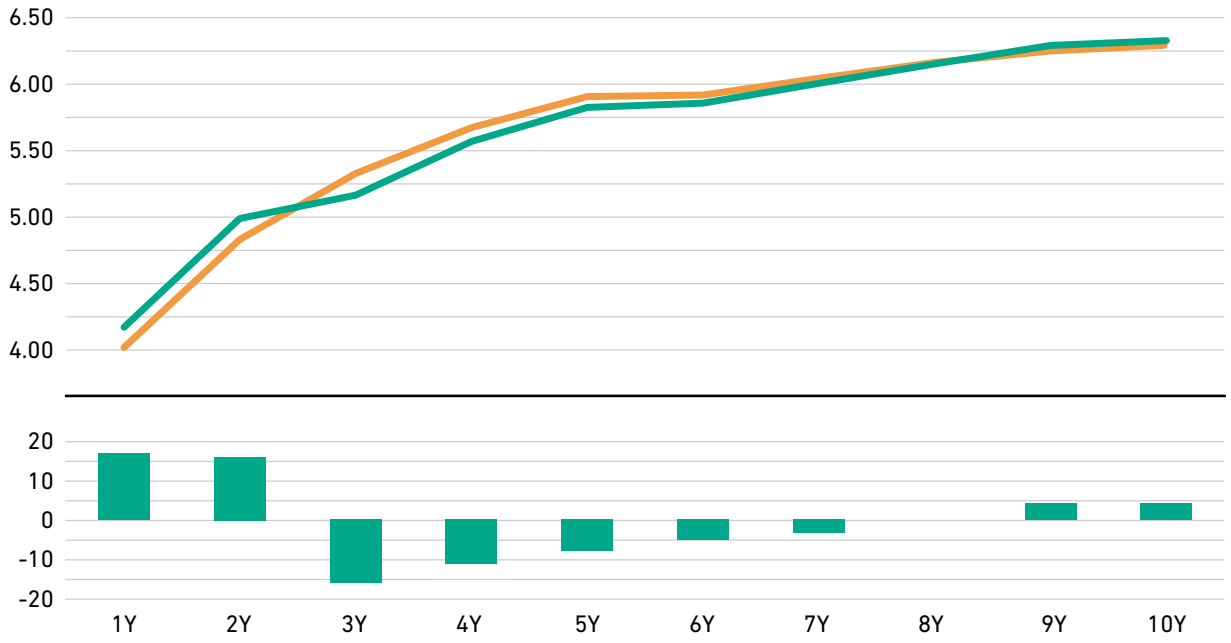
> ***Na rynkach globalnych październik upłynął pod znakiem ostrożnego podejścia głównych banków centralnych do dalszego kształtowania polityki pieniężnej.***

Na rynkach globalnych październik upłynął pod znakiem ostrożnego podejścia głównych banków centralnych do dalszego kształtowania polityki pieniężnej. Europejski Bank Centralny podczas posiedzenia 29 października pozostawił stopy procentowe bez zmian, utrzymując stopę depozytową na poziomie 2,50%. Bank zwracał uwagę na ryzyko wzrostu inflacji związane z cenami energii, jednocześnie podkreślając względną stabilność inflacji bazowej. Równie istotne było posiedzenie Rezerwy Federalnej w dniach 27–28 października. Fed utrzymał stopy procentowe w przedziale 3,75–4,00%, wskazując na utrzymującą się podwyższoną inflację oraz niepewność dotyczącą perspektyw gospodarczych. Obie decyzje były zgodne z oczekiwaniami. Rynek uważa, że w grudniu nastąpi powrót do podwyżek stóp. Rentowność 10-letnich obligacji amerykańskich obniżyła się w październiku do około 4,93% na koniec miesiąca, wobec 5,29% na koniec września. Spadek wynikał przede wszystkim z korekty wcześniejszych wzrostów rentowności oraz relokacji kapitału z akcji do bezpiecznych aktywów.

Październik przyniósł zatem względną stabilizację na krajowym rynku długu. Obniżenie inflacji za październik zdejmuje część presji wywieraną na obligacje. Dodatkowym pozytywnym dla obligacji sygnałem są spadki cen ropy naftowej oraz gazu ziemnego. Listopad może okazać się miesiącem w którym zbliżymy się lub nawet zejdziemy poniżej 6% na 10-letnich rentownościach.

Rockbridge

Zmiana krzywej rentowności polskich papierów skarbowych od początku października



Źródło: Bloomberg

RYNEK POLSKI

Złagodzenie presji inflacyjnej i oddech na rynku długu

Październik przyniósł uspokojenie na krajowym rynku stóp procentowych. Po niepokojącym, wrześniowym odczycie inflacji CPI (+4,1% r/r), wprowadzenie rządowego pakietu osłonowego przed wysokimi cenami paliw przyniosło natychmiastowy efekt – wstępny szacunek CPI za październik obniżył się do 3,5% r/r. Spadek dynamiki cen przełożył się na wyraźne złagodzenie presji na polskie obligacje skarbowe: w ostatnich dniach miesiąca rentowności 10-letnich papierów zeszły wyraźnie poniżej poziomu 6,40%, dając rynkowi przestrzeń do stabilizacji.

Polska relatywną „bezpieczną przystanią" w globalnym otoczeniu

W ujęciu globalnym październik upłynął pod znakiem wyraźnej awersji do ryzyka. Amerykański S&P 500 stracił niemal 1%, podczas gdy szeroki indeks rynków wschodzących (MSCI EM) zanotował gwałtowną wyprzedaż na poziomie -8%. Na tym tle polski rynek akcji po raz kolejny wykazał się dużą siłą relatywną, potwierdzając trwający od miesięcy trend napływu kapitału zagranicznego:

- WIG20 zakończył miesiąc praktycznie na poziomie neutralnym (płasko),
- mWIG40 odnotował skromny, lecz dodatni wynik (wzrost poniżej 1%).

W obliczu zawirowań na rynkach wschodzących, najbardziej płynne segmenty GPW są przez inwestorów zagranicznych traktowane jako relatywnie bezpieczna przystań.

Kryzys w segmencie małych spółek (sWIG80)

Zupełnie odmiennie zachował się segment małych spółek, gdzie nasilają się obawy o kondycję fundamentalną:

- sWIG80 spadł w październiku o -3,8%, notując już drugi spadkowy miesiąc z rzędu.

Rozbieżność ta wynika z dwóch kluczowych czynników:

1. Brak płynności i utrata zainteresowania instytucji: Małe spółki nie są beneficjentami napływów zagranicznych, które trafiają niemal wyłącznie do WIG20 i wybranych podmiotów z mWIG40.
2. Strukturalna presja kosztowa i regulacyjna: w sWIG80 istotny udział mają podmioty przemysłowe i wytwórcze, które z racji skali najmocniej tracą na konkurencyjności wobec globalnych megatrendów – w tym wysokich cen energii w Polsce, restrykcyjnych obostrzeń regulacyjnych oraz rosnących kosztów pracy i działalności w Unii Europejskiej.

Rockbridge

Słabość małych spółek znalazła potwierdzenie w opublikowanych w październiku wskaźnikach makroekonomicznych:

- Sprzedaż detaliczna za wrzesień wyhamowała do +3,3% r/r (wobec +3,8% miesiąc wcześniej),
- Zaufanie konsumentów pogorszyło się do -14 pkt (z -11 pkt),
- Deficyt handlowy pogłębił się do -3,0 mld PLN (wobec -1,8 mld PLN w poprzednim okresie).

Słabnący popyt konsumencki oraz kurczący się handel zagraniczny uderzają bezpośrednio w małe podmioty o ograniczonej elastyczności cenowej.

Pozytywny sentyment do polskiego rynku akcji ma szansę się utrzymać tak długo, jak długo kapitał zagraniczny – będący głównym motorem napędowym wycen na GPW – zachowa wysoki apetyt na ryzyko. W praktyce oznacza to, że najlepszym wyznacznikiem nastrojów na warszawskim parkiecie pozostaje kondycja wiodących giełd światowych, na czele z Wall Street. Najbliższym kluczowym sprawdzianem trwałości tych tendencji i globalnego sentymentu będą nadchodzące wybory połówkowe w Stanach Zjednoczonych. Rynek obawia się, że Demokraci mogą wymusić spowolnienie inwestycji w centra obliczeniowe sztucznej inteligencji, stąd Dominacja tej partii w wyborach może doprowadzić o korekty spółek technologicznych.

	MTD%	QTD%	YTD%
WIG	0,2%	0,2%	34,5%
WIG20	0,0%	0,0%	31,3%
WIG Banki	-3,9%	-3,9%	42,4%
mwig40 index	0,9%	0,9%	30,5%
swig80 index	-3,3%	-3,3%	0,1%
WIBR6M Index	3,9%	3,9%	3,9%

Źródło: Bloomberg

RYNEK ZAGRANICZNY

Październik przyniósł wyraźne rozwarstwienie na rynkach akcyjnych. W Stanach Zjednoczonych S&P 500 stracił niespełna 1%, ale Nasdaq Composite obniżył się o 5,3%. Jednocześnie Dow Jones wzrósł o 1,7%, a Russell 2000 o 0,5%. Siedmiopunktowa różnica między Dow, a Nasdaq pokazuje, że nie była to jednolita ucieczka od ryzyka, lecz przede wszystkim rotacja kapitału poza najbardziej wyceniane spółki technologiczne. Presja wyraźnie przyspieszyła w ostatnich sesjach miesiąca, gdy wyniki i prognozy Amazona oraz Intela ponownie skierowały uwagę inwestorów na koszty infrastruktury AI i tempo zwrotu z tych inwestycji. 30 października Nasdaq spadł o 2,9% podczas jednej sesji.

> ***Na tle USA relatywnie dobrze zachowała się Europa.***

Na tle USA relatywnie dobrze zachowała się Europa. STOXX Europe 600 wzrósł w październiku o około 1,9%, notując najlepszy miesiąc od czerwca, mimo że w ostatniej sesji globalna wyprzedaż akcji technologicznych obniżyła indeks i szczególnie mocno uderzyła w spółki półprzewodnikowe. Słabszy obraz wyłaniał się z Azji: japoński Nikkei 225 stracił około 5,2%, a chiński CSI 300 obniżył się o 8,5%, notując najgorszy miesiąc od ponad dekady. W Korei Południowej i na Tajwanie dodatkowym źródłem presji była koncentracja indeksów w producentach pamięci i półprzewodników. Październik potwierdził więc, że aktywa powiązane z AI nie są jednorodną kategorią: rynek coraz wyraźniej różnicuje dostawców infrastruktury, operatorów chmury oraz firmy zdolne do wykazania realnej monetyzacji nowych rozwiązań.

Rockbridge

Co istotne, korekta wycen nie była w pełni potwierdzona pogorszeniem bieżących wyników przedsiębiorstw. Według danych przytoczonych przez Reuters, spośród 299 spółek S&P 500, które opublikowały już wyniki za trzeci kwartał, 82% przekroczyło oczekiwania analityków. Problemem nie jest zatem sam brak wzrostu zysków, lecz rosnąca rozbieżność między dobrymi wynikami operacyjnymi a skalą nakładów kapitałowych, które trzeba ponieść, aby utrzymać tempo rozwoju infrastruktury AI. Inwestorzy zaczęli mocniej premiować przepływy pieniężne i dyscyplinę inwestycyjną, a nie sam wzrost przychodów czy deklarowany popyt.

Najważniejszym wydarzeniem nadchodzącego miesiąca będzie planowany debiut giełdowy giganta AI czyli firmy Anthropic. Wartość spółki ,według najnowszych szacunków, ma sięgnąć 1,5-16 biliona USD, co dawałoby jej miejsce w top 10 największych spółek na świecie. Dla porównania kapitalizacja największej spółki, Apple, to około 4,9 biliona USD.

Polityka pieniężna pozostawała istotnym ograniczeniem dla mnożników wycen. 28 października Fed utrzymał przedział stopy funduszy federalnych na poziomie 3,75-4,00%, ale decyzja zapadła stosunkiem głosów 10 do 2; dwóch członków komitetu opowiedziało się za podwyżką o 25 punktów bazowych. W komunikacie Fed wskazał na mocną aktywność gospodarczą, odporną konsumpcję i solidne inwestycje kapitałowe, jednocześnie podkreślając, że inflacja pozostaje podwyższona. EBC dzień później pozostawił stopy bez zmian, zaznaczając, że drożejąca energia zwiększa ryzyko inflacyjne, ale może jednocześnie osłabiać wzrost gospodarczy. Bank Japonii również utrzymał stopę krótkoterminową na poziomie około 1,25%, a prezes Kazuo Ueda nie zadeklarował z góry ścieżki kolejnych decyzji. Wspólnym mianownikiem pozostaje zatem uzależnienie polityki od danych i ograniczona przestrzeń do szybkiego, powszechnego luzowania warunków finansowych.

> ***Na przełomie października i listopada dodatkowym czynnikiem niepewności pozostają wybory połówkowe w USA.***

Na przełomie października i listopada dodatkowym czynnikiem niepewności pozostają wybory połówkowe w USA, zaplanowane na 3 listopada. Według najnowszych analiz, Demokraci są faworytami do przejęcia Izby Reprezentantów, z projekcją 220 mandatów wobec 200 dla Republikanów, natomiast w Senacie sondaże wskazywały po 46 mandatów dla obu stron i osiem nierozstrzygniętych. Historycznie wybory mid-terms nie zmieniały za dużo w polityce amerykańskiej, gdzie głównym rozdającym jest Prezydent. Mówi się natomiast, że w przypadku wygranej Demokratów na wokandę mogą trafić propozycje regulacji sektora sztucznej inteligencji

i budowy centrów danych.

Utrzymujemy nasze ostrożne podejście do rynków akcji. Z jednej strony dostrzegamy wysokie wzrosty zysków spółek z wielu sektorów gospodarki. Z drugiej widać słabszy sentyment i zmianę narracji odnośnie sektora sztucznej inteligencji. Październik nie przesądza, naszym zdaniem,

o końcu cyklu inwestycyjnego w sztuczną inteligencję. Raczej wyznacza przejście od wyceny samej obietnicy wzrostu do oceny ekonomiki konkretnych projektów. Impuls inwestycyjny może stopniowo rozszerzać się poza producentów akceleratorów na sieci, serwerowe procesory, pamięci, energetykę, infrastrukturę przesyłową i budownictwo. Jednocześnie spółki o wysokim zapotrzebowaniu na kapitał, niskiej konwersji zysków na gotówkę i rosnącej zależności od finansowania zewnętrznego pozostaną wrażliwe na zmianę sentymentu. Preferujemy podmioty

z przewidywalnymi zyskami, solidnym FCF i rozsądną wyceną.

	MTD%	QTD%	YTD%
S&P500	-0,9%	-0,9%	9,9%
Nasdaq	-5,3%	-5,3%	8,6%
Stoxx600	1,9%	1,9%	9,1%
RTY Index	0,5%	0,5%	12,4%
DAX	2,5%	2,5%	5,4%
MSCI Emerging Mkts	-8,1%	-8,1%	11,7%
MSCI World	-0,8%	-0,8%	9,1%

Źródło: Bloomberg

Rockbridge

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.