Komentarz do sytuacji na rynkach finansowych

- **Rentowności obligacji skarbowych USA i Niemiec wyraźnie spadły, natomiast rentowności polskich obligacji zakończyły miesiąc blisko poziomów z końca września.**
- **Inflacja w Polsce obniżyła się do 3,5% r/r, głównie pod wpływem czasowego zmniejszenia obciążeń podatkowych w cenach paliw, a RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian.**
- **Mimo dużej podaży utrzymywał się wysoki popyt na polskie obligacje skarbowe, co potwierdziły wyniki październikowych przetargów.**
- **Amerykańskim indeksom ciążyła przecena największych spółek technologicznych, wywołana rosnącymi obawami o opłacalność rekordowych nakładów na rozwój infrastruktury AI.**
- **Europejskie indeksy i GPW zachowywały się relatywnie stabilnie dzięki mniejszej ekspozycji na sektor technologiczny.**
- **Złoto straciło w październiku prawie 7% i znalazło się na najniższych poziomach od około roku.**

Wstęp

Październik przyniósł wyraźne zróżnicowanie wyników poszczególnych klas aktywów, regionów i sektorów. Jednym z najważniejszych czynników wpływających na rynki był dalszy wzrost cen ropy. Notowania Brent zwiększyły się w ciągu miesiąca o 15% i zakończyły październik powyżej 110 USD za baryłkę. Wzrostowi cen sprzyjało utrzymywanie się napięć wokół Iranu i dostaw z Bliskiego Wschodu, a także podwyższone koszty transportu surowca.

Jednocześnie Fed, EBC i RPP pozostawiły stopy procentowe bez zmian. Fed utrzymał przedział stopy funduszy federalnych na poziomie 3,75–4,00%, natomiast EBC pozostawił stopę depozytową na poziomie 2,50%. Banki centralne zachowały ostrożne nastawienie, zwracając uwagę na ryzyko związane z cenami energii i utrzymującą się presją inflacyjną.

W końcówce miesiąca najwięcej uwagi przyciągała przecena spółek technologicznych. Inwestorzy coraz uważniej oceniali skalę nakładów na infrastrukturę sztucznej inteligencji, sposób ich finansowania oraz wpływ inwestycji na wolne przepływy pieniężne. Presja koncentrowała się przede wszystkim na największych spółkach wzrostowych i producentach półprzewodników, podczas gdy część sektorów defensywnych oraz spółek związanych z energetyką zachowywała się stabilniej.

Na rynku obligacji sytuacja wyglądała odmiennie. Rentowności papierów skarbowych USA i Niemiec obniżyły się, czemu sprzyjał wzrost popytu na bezpieczniejsze aktywa, szczególnie podczas wyprzedaży technologii w końcówce miesiąca. Złoto nie skorzystało jednak z tego otoczenia. Kruszec pozostawał pod presją wysokich realnych stóp procentowych, oczekiwań

dotyczących dalszej polityki Fed oraz prawdopodobnych potrzeb płynnościowych części inwestorów.

Obligacje

Świat

Październik przyniósł wyraźne odbicie cen obligacji skarbowych na głównych rynkach rozwiniętych. Rentowność amerykańskich obligacji 10-letnich, która w pierwszej części miesiąca przekraczała 5,36%, zakończyła październik w pobliżu 4,92%. W porównaniu z końcem września oznaczało to spadek o około 30 pb. Rentowność niemieckich Bundów obniżyła się w podobnej skali, do około 3,32%.

Od początku miesiąca presję na rynek długu wywierały utrzymująca się inflacja, wysokie ceny energii, duże potrzeby pożyczkowe państwa oraz konkurencja o kapitał ze strony emitentów korporacyjnych. Jednocześnie przy rentownościach przekraczających 5% widoczny był większy popyt inwestorów. Październikowa aukcja amerykańskich obligacji 10-letnich o wartości 39 mld USD spotkała się z dużym zainteresowaniem. Relacja popytu do podaży wyniosła 2,77, a inwestorzy pośredni, obejmujący m.in. zagraniczne instytucje, nabyli 80,3% oferowanych papierów.

W dalszej części miesiąca obligacjom sprzyjała zmiana nastawienia inwestorów wobec ryzyka. Wyprzedaż spółek technologicznych zwiększyła zainteresowanie bezpieczniejszymi aktywami, a część kapitału została skierowana na rynek długu oferujący historycznie atrakcyjne poziomy rentowności. Przepływy do instrumentów obligacyjnych wspierał także poziom oferowanego dochodu odsetkowego, który stał się bardziej konkurencyjny wobec oczekiwanych stóp zwrotu z rynku akcji.

Fed pozostawił 28 października stopy procentowe w przedziale 3,75–4,00%. Za podwyżką o 25 pb opowiedziały się dwie osoby, co potwierdziło utrzymujące się różnice ocen wewnątrz FOMC. Decyzja o pozostawieniu stóp bez zmian nie oznaczała zakończenia cyklu zacieśniania zgodnie z dot-plan, czyli zestawienie indywidualnych oczekiwań członków Fed dotyczących przyszłego poziomu stóp procentowych. Pod koniec miesiąca również rynek uwzględniał nadal możliwość kolejnej podwyżki w grudniu.

Za ostrożnym podejściem Fed przemawiał niejednoznaczny obraz gospodarki. Utrzymująca się presja inflacyjna kontrastowała z oznakami schładzania rynku pracy: we wrześniu zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło jedynie o 29 tys., wyraźnie poniżej oczekiwanych 89 tys., a stopa bezrobocia pozostała stabilna na poziomie 4,2%. Sytuacja konsumentów również pozostawała zróżnicowana: realne wydatki konsumpcyjne praktycznie się nie zmieniły, realne dochody rozporządzalne spadły, a stopa oszczędności wyniosła 3,8%, choć konsumpcja nadal wspierała

wzrost gospodarczy w całym trzecim kwartale. Dane uzasadniały zatem utrzymanie ostrożnego nastawienia Fed, nie wykluczając dalszego zacieśniania polityki pieniężnej.

W Europie EBC pozostawił stopę depozytową na poziomie 2,50%. Bank wskazywał, że przedłużający się szok energetyczny może jednocześnie podwyższać inflację i ograniczać tempo wzrostu gospodarczego. Do końca października nie obserwowano jednak wyraźnego przełożenia wyższych cen energii na szeroką presję bazową i wynagrodzenia. Możliwość kolejnej podwyżki stóp pozostała otwarta.

Dodatkowym źródłem niepewności w Europie była sytuacja Francji. Wzrost kosztów finansowania, wysoki deficyt i ograniczone możliwości przeprowadzenia dostosowania fiskalnego zwiększyły premię za francuski dług. Fitch zmienił perspektywę ratingu Francji ze stabilnej na negatywną, pozostawiając ocenę na poziomie A+.

Polska

Polski rynek długu nie skorzystał z globalnego spadku rentowności w takiej skali jak obligacje USA i Niemiec. Rentowność krajowych papierów 10-letnich zakończyła miesiąc w pobliżu 6,4%, czyli na poziomie zbliżonym do końca września. W ciągu miesiąca rentowności okresowo ponownie zbliżały się do 6,5%, a wyraźniejsze umocnienie obligacji nastąpiło dopiero podczas ostatniej sesji października.

Na zachowanie polskich papierów oddziaływały przeciwstawne czynniki. Z jednej strony wsparciem pozostawały wysoki dochód odsetkowy, ograniczona presja inflacyjna w kategoriach bazowych i utrzymujący się popyt inwestorów. Z drugiej strony potencjał spadku rentowności ograniczały rosnące ceny energii, duże potrzeby pożyczkowe państwa, sytuacja finansów publicznych oraz słabszy złoty. Kurs EUR/PLN zakończył miesiąc w pobliżu 4,40 zł, czyli o 4 grosze powyżej poziomu z końca września.

Październikowe przetargi Ministerstwa Finansów potwierdziły utrzymujący się popyt na polskie papiery skarbowe. Październikowe przetargi Ministerstwa Finansów potwierdziły utrzymujący się popyt na polskie obligacje skarbowe. Na trzech regularnych aukcjach resort sprzedał papiery o łącznej wartości około 38,0 mld zł, przy popycie wynoszącym około 56,8 mld zł.

Indeks TBSP, reprezentujący obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu, wzrósł w październiku o 0,81%. Istotna część miesięcznego wyniku została wypracowana podczas ostatniej sesji, po publikacji niższego od oczekiwań odczytu inflacji. Indeks obligacji zmiennokuponowych wzrósł w tym samym okresie o 0,39%. Po słabym wrześniu obligacje stałokuponowe zanotowały więc lepszy wynik miesięczny niż papiery zmiennokuponowe i był to pierwszy miesięczny wzrost od 3 miesięcy.

Najważniejszą krajową publikacją makroekonomiczną był szybki szacunek inflacji. W październiku ceny konsumpcyjne wzrosły o 3,5% r/r wobec 4,1% we wrześniu, a w ujęciu miesięcznym obniżyły się o 0,4%. Odczyt był niższy od konsensusu ekonomistów. Głównym czynnikiem obniżającym

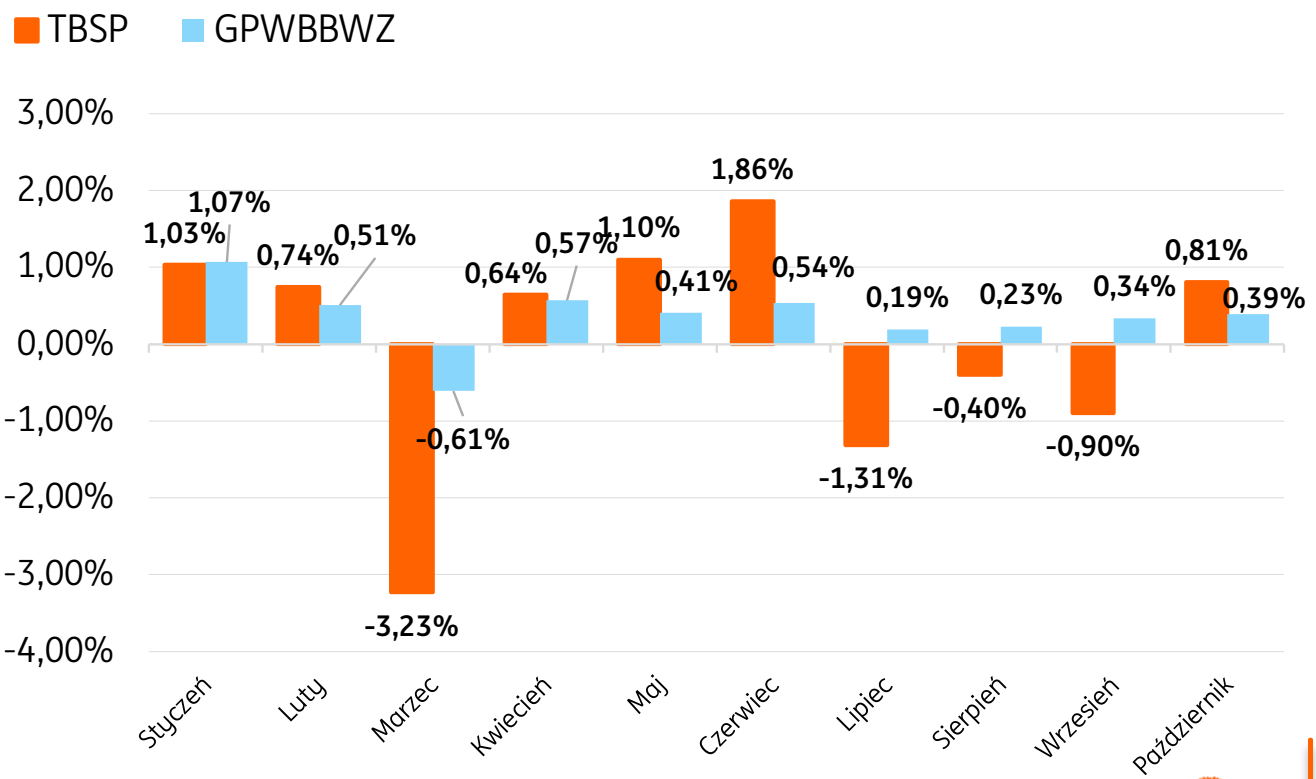
inflację było czasowe zmniejszenie obciążeń podatkowych w cenach paliw. Ceny paliw spadły o 9,7% m/m, podczas gdy ceny nośników energii wzrosły o 1,6% m/m.

Struktura danych wskazywała jednocześnie na ograniczoną presję cenową w pozostałych kategoriach. Inflacja bazowa spadła we wrześniu do 3,1% r/r, a szacunki ekonomistów sugerowały jej dalsze obniżenie w październiku. Głównym ryzykiem na kolejne miesiące pozostawały jednak ceny żywności, taryfy energetyczne oraz wygaśnięcie czasowego obniżenia podatków na paliwa.

RPP pozostawiła stopę referencyjną na poziomie 3,75%. Rada wskazała, że czynnikami ryzyka dla perspektyw inflacji pozostawały m.in. kształt polityki fiskalnej, decyzje regulacyjne dotyczące cen energii oraz dalsze kształtowanie się dynamiki płac. Prezes NBP podkreślił jednocześnie, że nadrzędnym celem RPP pozostaje niedopuszczenie do sytuacji, w której wyższe ceny paliw i energii przełożą się na trwały wzrost cen w pozostałych segmentach gospodarki.

Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 31.10.2026

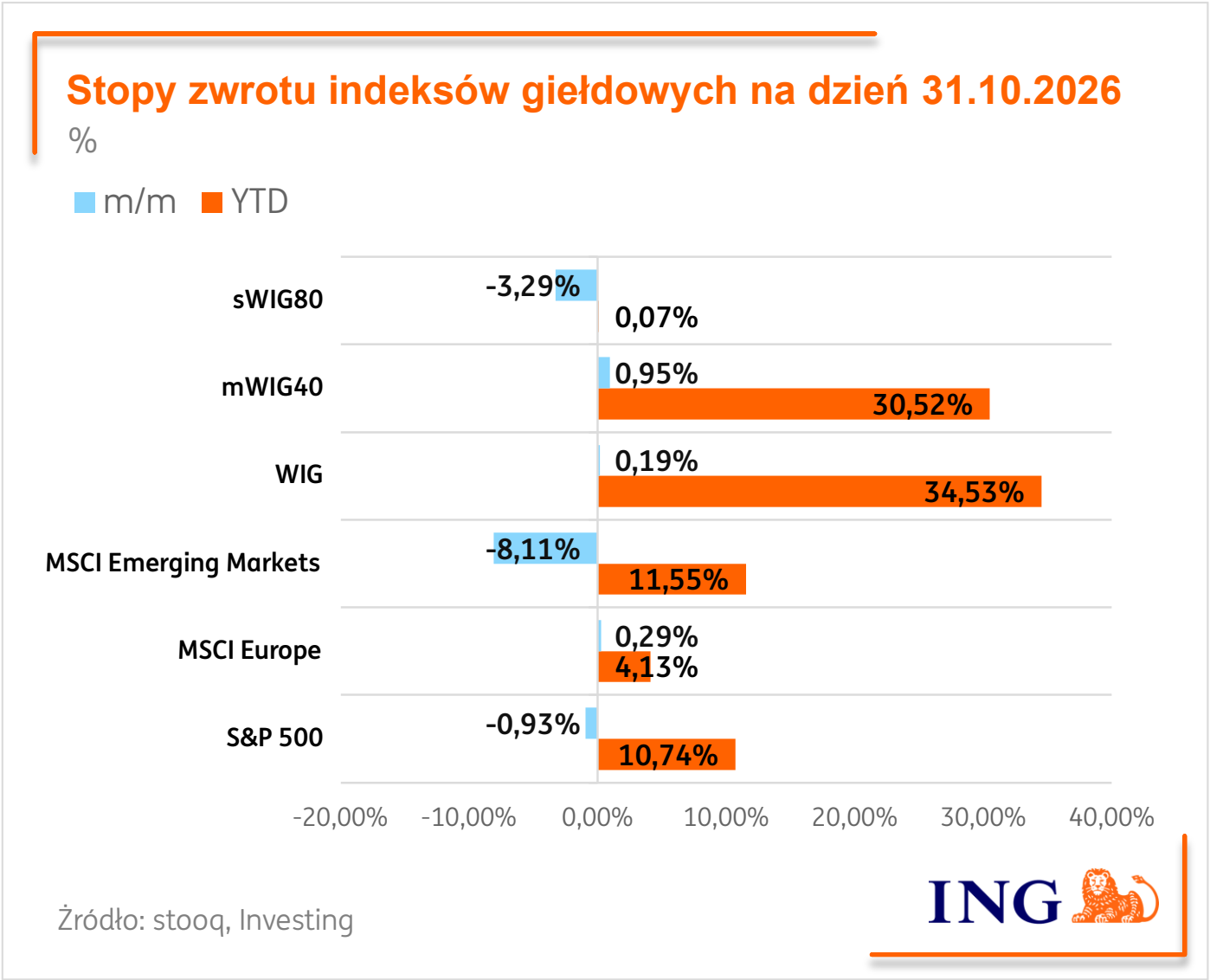
%, m/m



Źródło: stooq

Akcje

W październiku na globalnych rynkach akcji przeważały spadki. Najsłabiej zachowywały się rynki wschodzące, a indeks MSCI Emerging Markets stracił 8,11% m/m. S&P 500 obniżył się o 0,93% m/m, MSCI World o 0,82% m/m, a MSCI Europe o 0,29% m/m. Na tym tle wyraźnie wyróżniał się niemiecki DAX, który zyskał 2,46% m/m. Polski rynek pozostał stabilny: WIG wzrósł o 0,19%, natomiast WIG20 zakończył miesiąc symbolicznym spadkiem o 0,02%.



USA

W październiku indeks S&P 500 odnotował niewielki spadek, jednak zachowanie poszczególnych sektorów było wyraźnie zróżnicowane. Indeks S&P 500 stracił mniej niż 1% m/m, podczas gdy sektor technologiczny spadł o 6,8% m/m. Jednocześnie dziewięć z jedenastu sektorów indeksu zakończyło miesiąc wzrostami.

W centrum uwagi ponownie pozostawały perspektywy rozwoju spółek technologicznych, w szczególności związane ze sztuczną inteligencją oraz publikowane przez nie wyniki finansowe. Coraz większe znaczenie dla rynku miała skala nakładów na rozwój infrastruktury AI i pytania o ich przyszłą rentowność. Obawy te zwiększyły zmienność w sektorze technologicznym i doprowadziły do wyraźnej przeceny spółek z sektora półprzewodników. Spadkom w technologii towarzyszyła jednak rotacja kapitału w kierunku innych segmentów rynku, co ograniczyło skalę przeceny indeksu S&P 500. Relatywnie lepiej radziły sobie m.in. sektory dóbr podstawowych, ochrony zdrowia i finansowy.

Rynkowym nastrojom ciążyła również niepewność związana z wyborami do Kongresu, możliwymi regulacjami dotyczącymi centrów danych oraz wysokimi cenami paliw, które negatywnie wpływały na sytuację amerykańskich konsumentów.

Europa

Europejskie rynki akcji zachowały się lepiej od rynku amerykańskiego. Najsilniej wzrósł niemiecki DAX, który zyskał 2,46%, brytyjski FTSE 100 wzrósł o 1,17%, natomiast francuski CAC 40 zakończył miesiąc marginalnym wzrostem o 0,06%. Indeksom sprzyjał relatywnie duży udział spółek energetycznych, finansowych i przemysłowych, dzięki czemu pozostawały one mniej podatne na przecenę sektora technologicznego.

Indeksy wspierały w szczególności dobre wyniki banków i spółek energetycznych, które korzystały z wysokich cen energii. Prognozowany wzrost zysków przedsiębiorstw z indeksu STOXX 600 w III kwartale wynosił 21% r/r, ale po wyłączeniu energetyki byłby wyraźnie niższy i wyniósłby 9,7%. Wysokie ceny gazu działały jednak również w przeciwnym kierunku, podnosząc koszty działalności pozostałych przedsiębiorstw i osłabiając perspektywy gospodarcze regionu. Dodatkowymi czynnikami ryzyka dla Europy pozostał słabszy popyt konsumpcyjny, zaostrzenie warunków kredytowych oraz napięcia społeczne i polityczne, szczególnie we Francji.

Polska i inne rynki wschodzące

Na tle globalnego rynku akcji rynki wschodzące wyraźnie traciły w październiku, a indeks MSCI Emerging Markets spadł o 8,11% m/m. Szczególnie silna przecena objęła Koreę Południową i Tajwan, których indeksy mają dużą ekspozycję na spółki technologiczne i producentów półprzewodników. Obawy dotyczyły m.in. skali przyszłych wydatków na AI, odpływu kapitału zagranicznego oraz perspektyw popytu na półprzewodniki.

Dodatkowym źródłem zmienności były wydarzenia lokalne. W Brazylii reelekcja Luiza Inácio Luli da Silvy, która zaskoczyła część inwestorów oczekujących zmiany kierunku polityki gospodarczej, doprowadziła do gwałtownej przeceny akcji i osłabienia reala. Główny brazylijski indeks Bovespa stracił po ogłoszeniu wyników wyborów 13,9% w ciągu jednej sesji, notując największy

jednodniowy spadek od 2020 r. Inwestorzy obawiali się utrzymania ekspansywnej polityki fiskalnej i dalszego wzrostu zadłużenia publicznego.

Na tym tle warszawska giełda zachowywała się relatywnie stabilnie. Najlepiej na GPW radziły sobie średnie spółki, których indeks mWIG40 zyskał 0,95% m/m, podczas gdy sWIG80 obniżył się o 3,29% m/m. W przypadku polskiego rynku wartym odnotowania jest fakt, że od początku hossy w październiku 2022 r. jedynie 16,2% spółek osiągnęło stopę zwrotu wyższą niż indeks WIG. Wzrosty były napędzane głównie przez największe i najbardziej płynne. GPW pozostawała stosunkowo odporna na zmiany globalnego sentymentu, sytuację fiskalną oraz zachowanie złotego.

Złoto

Październik był kolejnym niekorzystnym miesiącem dla złota. Cena kruszcu obniżyła się o 6,78% m/m. Złoto znalazło się tym samym na najniższych poziomach od około roku. Tegoroczna stopa zwrotu wyniosła natomiast -10,26%. Złoto traciło mimo spadku nominalnych rentowności amerykańskich obligacji w końcówce miesiąca, który zwykle sprzyja notowaniom kruszcu. Rentowności realne, czyli uwzględniające oczekiwaną inflację, pozostawały jednak wysokie, a inwestorzy nadal liczyli się z możliwością dalszych podwyżek stóp przez Fed. Utrzymywało to wysoki koszt alternatywny posiadania aktywa, które nie przynosi bieżącego dochodu.

Dodatkowym, choć trudniejszym do jednoznacznego potwierdzenia czynnikiem mogły być potrzeby płynnościowe części inwestorów. Podczas wyprzedaży spółek technologicznych złoto jako płynne aktywo, bywa sprzedawane w celu pokrywania strat lub uzupełniania zabezpieczeń innych pozycji. W końcówce października popyt na bezpieczeństwo był więc wyraźniej widoczny na rynku obligacji skarbowych państw rozwiniętych niż w notowaniach kruszcu.

Spadkowi ceny towarzyszył jednak utrzymujący się popyt inwestycyjny. W III kwartale fundusze ETF zabezpieczone fizycznym złotem zwiększyły zasoby o 211 ton, do rekordowych 4 256 ton. Rozbieżność między zachowaniem ceny a przepływami do ETF-ów wskazywała, że część inwestorów nadal zwiększała długoterminową ekspozycję na złoto mimo bieżącej korekty.

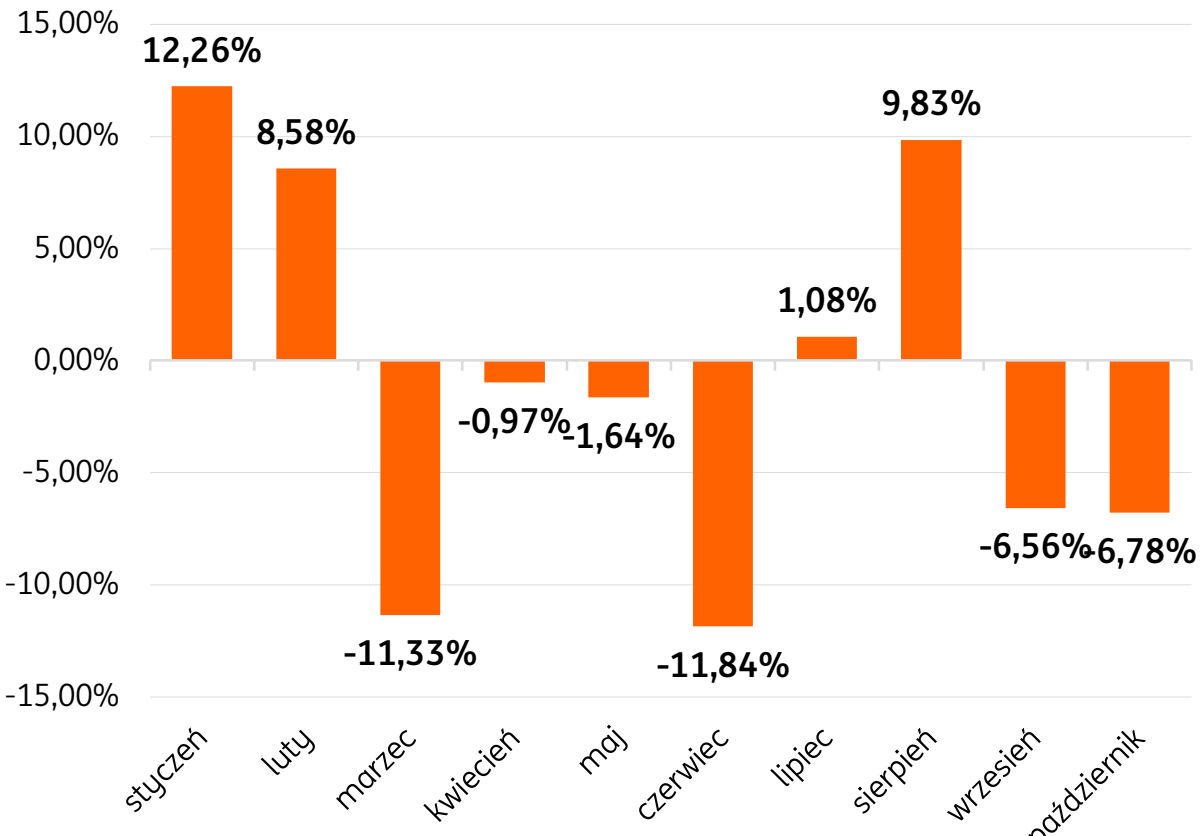
Istotnym źródłem popytu pozostawały również banki centralne. Według najnowszego raportu World Gold Council banki centralne i pozostałe oficjalne instytucje zwiększyły w III kwartale rezerwy złota netto o 321 ton, najwięcej od IV kwartału 2024 r. Od początku 2026 r. ich zakupy wyniosły 675 ton i były o 6% wyższe niż w analogicznym okresie poprzedniego roku. Zgodnie z danymi Narodowego Banku Polskiego rezerwy złota zwiększyły się we wrześniu o około 24,9 tony, a od końca 2025 r. o około 122,7 tony. Na koniec września wynosiły 672,9 tony, wobec przyjętego przez NBP celu zwiększenia rezerw do 700 ton.

Jednocześnie aktywność banków centralnych na przestrzeni roku nie była jednolita. Obok znaczących nabywców występowali również sprzedający, co odzwierciedlało zróżnicowane

podejście poszczególnych instytucji do zarządzania rezerwami. Jednocześnie pomijając marzec comiesięczna skala raportowanej sprzedaży była relatywnie stabilna i ponad dwukrotnie mniejsza niż skala zakupów, dzięki czemu sektor banków centralnych pozostawał nabywcą netto złota.

Miesięczne stopy zwrotu złota

%, m/m



Źródło: stooq

Autorzy:

Centrum Kompetencji Inwestycyjnych

Maciej Mętlewicz

Junior Specialist, Tribe - Inwestycje

maciej.metlewicz@ing.pl