

Komentarz do sytuacji na rynkach finansowych

- Eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie zwiększyła globalną awersję do ryzyka
- Doświadczenia z poprzednich wydarzeń geopolitycznych wskazują, że początkowe reakcje rynków bywały gwałtowne, jednak w średnim terminie zazwyczaj następowała stopniowa stabilizacja.
- Obecna sytuacja ma charakter energetycznego szoku podażowego, odmiennego od warunków z lat 2021–2022

Wstęp

Nasilający się konflikt między USA i Izraelem a Iranem ponownie doprowadził do wyraźnego wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych. Bezpośrednie działania militarne w rejonie cieśniny Ormuz, będącej kluczowym węzłem transportowym dla globalnych dostaw energii, wywołały gwałtowny wzrost niepewności oraz skokowe przeszacowanie cen aktywów zależnych od zewnętrznych dostaw surowców.

Po weekendowej przerwie w handlu – w trakcie której Iran ogłosił wybór syna dotychczasowego najwyższego przywódcy na jego następcę, a ze strony USA pojawiły się komentarze podnoszące ryzyko dalszej eskalacji – rynki rozpoczęły poniedziałkową sesję kontynuacją wyprzedaży. Cena ropy chwilowo wzrosła powyżej 115 dolarów za baryłkę, co potwierdziło wrażliwość rynku na przedłużające się zakłócenia podażowe, a pod koniec dnia spadła do ok. 85 dolarów, sygnalizując dużą zmienność i wpływ krótkoterminowych reakcji inwestorów na doniesienia z Bliskiego Wschodu. Ewentualne działania polityczne, takie jak rozważane przez G7 skoordynowane uwolnienie rezerw strategicznych ropy pozostaną kluczowymi czynnikami kształtującymi notowania surowca w nadchodzących dniach.

Wzrost globalnego ryzyka wywołał wyraźny odpływ kapitału z rynków wschodzących, czemu towarzyszyło umocnienie dolara i presja na rynki akcji oraz długu krajów importujących energię. W Polsce przełożyło się to na szybki wzrost rentowności obligacji skarbowych. W poniedziałek rentowność polskich obligacji 10-letnich przejściowo przekroczyła 5,9%, jednak pod koniec sesji ustabilizowała się w okolicach 5,63%. W ujęciu tygodniowym wzrost wyniósł blisko 0,7 pkt proc., co przełożyło się na spadek cen obligacji o około 4%. W efekcie niemal w całości został zniwelowany wpływ obniżek stóp procentowych przeprowadzonych przez RPP w ciągu ostatniego roku – rentowności powróciły bowiem do poziomów obserwowanych pod koniec marca 2025, czyli z okresu poprzedzającego cykl dostosowań stóp procentowych przez RPP.

Polski rynek jest przez wielu globalnych inwestorów klasyfikowany w segmencie rynków wschodzących, co sprawia, że w takich epizodach bywa szczególnie wrażliwy na krótkoterminowe przepływy kapitału wynikające ze zmian globalnego sentymentu, zwłaszcza w okresach umacniania się dolara amerykańskiego.

Do tej pory polskie obligacje cieszyły się dużym zainteresowaniem inwestorów, co było jednym z głównych czynników napędzających wyniki w ostatnich miesiącach. W wyniku wspomnianych wydarzeń oraz pogorszenia nastrojów popyt ten osłabł. Tak dynamiczne ruchy pokazują jednocześnie, jak silnie lokalny rynek długu reaguje na zmiany globalnego sentymentu oraz przepływy kapitału na rynkach międzynarodowych.

Historia rynków pokazuje, że wydarzenia geopolityczne często powodują krótkotrwałe, choć gwałtowne ruchy cen. Skala ostatnich spadków, choć dynamiczna, jest umiarkowana w porównaniu z wcześniejszymi szokami o charakterze systemowym, co sugeruje, że rynki nadal traktują wydarzenia jako istotne. Dla inwestora kluczowe znaczenie powinno mieć zachowanie długoterminowej perspektywy. Historyczne zachowania polskiego rynku pokazują, że wahania wywołane nagłymi zdarzeniami geopolitycznymi rzadko prowadziły do trwałej zmiany fundamentów rynkowych.

W tle rynkowych zawirowań Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się wznowić cykl łagodzenia polityki pieniężnej i obniżyć stopę referencyjną NBP o 25 pb do 3,75%. RPP argumentuje decyzję spadkiem inflacji i poprawą perspektyw inflacyjnych, co potwierdza marcowa projekcja NBP, wskazująca na trwały powrót inflacji do celu w horyzoncie kilku lat. Jednocześnie bank centralny zastrzega, że projekcja nie uwzględnia wpływu najnowszych wydarzeń na Bliskim Wschodzie, które pozostają głównym czynnikiem ryzyka. Ewentualna dalsza eskalacja konfliktu może podnieść ceny energii i jednocześnie osłabić perspektywę wzrostu gospodarczego. Komunikat NBP sugeruje ostrożność i podkreśla, że dalsze kroki będą zależne od napływających danych oraz od skali i czasu trwania zaburzeń geopolitycznych. W średnim terminie bank centralny wskazuje, że realna stopa procentowa powinna kształtować się w przedziale 1–1,5%.

Obligacje

W kontekście polskich obligacji skarbowych w obecnej sytuacji rynkowej warto zwrócić uwagę na to, jak historycznie zachowywały się szerokie indeksy rynku długu, zarówno dla obligacji stałokuponowych o dłuższym terminie zapadalności (TBSP), jak i obligacji zmiennokuponowych, które charakteryzują się krótszym terminem do wykupu, a tym samym mniejszą wrażliwością na zmiany stóp procentowych w gospodarce (GPWB-BWZ).

Obligacje długoterminowe stałokuponowe

Analiza wybranych istotnych wydarzeń rynkowych, pokazuje, że w przypadku obligacji o dłuższym terminie zapadalności i stałym oprocentowaniu wyniki były relatywnie stabilne, zarówno w ujęciu mediany, jak i średniej.

Jak zachowywał się indeks polskich obligacji skarbowych stałokuponowych (TBSP) po wybranych wydarzeniach rynkowych?

Wydarzenie		1M później	3M później	6M później	12M później
Upadek banku Lehman Brothers	15.09.2008	-1,03%	2,92%	3,55%	7,17%
Aneksja Krymu przez Rosję	20.02.2014	0,87%	3,66%	6,78%	11,38%
Brexit	24.06.2016	1,05%	1,28%	-0,78%	2,54%
Wybuch pandemii Covid-19	4.03.2020	0,70%	3,01%	3,62%	3,36%
Początek cyklu podwyżek stóp procentowych RPP w odpowiedzi na wysoką inflację	7.10.2021	-2,95%	-6,74%	-14,59%	-17,10%
Inwazja Rosji na Ukrainę	24.02.2022	-5,14%	-7,98%	-5,90%	-2,22%
Dzień Wyzwolenia - Trump nakłada cła	2.04.2025	2,56%	3,33%	5,30%	-
USA bombardują irańskie obiekty nuklearne	22.06.2025	1,61%	2,49%	5,21%	-
Średnia		-0,29%	0,25%	0,40%	0,85%
Mediana		0,78%	2,71%	3,58%	2,95%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych stoog

Czy obecna sytuacja przypomina 2022 rok?

Najłabsze stopy zwrotu w horyzoncie 1, 3 i 6 miesięcy pojawiały się w momentach silnych zmian w otoczeniu makroekonomicznym, między innymi na początku cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP oraz w okresie bezpośrednio po rosyjskiej inwazji na Ukrainę.

Warto zauważyć, że obecny impuls ma charakter przede wszystkim szoku podażowego, który banki centralne zwykle w pierwszej kolejności ignorowały, o ile nie prowadził on do utrwalenia presji inflacyjnej. Dla porównania, pandemia COVID-19 oraz wojna w Ukrainie były kombinacją szoków popytowego i podażowego, co wymusiło zdecydowane podwyżki stóp procentowych. Obecnie dyskusja rynkowa nie dotyczy podwyżek, lecz tego, czy skala wcześniej oczekiwanych cięć stóp procentowych ulegnie ograniczeniu oraz czy ich rozpoczęcie nie zostanie przesunięte w czasie.

Energetyczny wstrząs z 2022 r. był konsekwencją załamania dostaw rosyjskiego gazu do Europy – spadły one o ponad 60 proc., co przełożyło się na rekordowe ceny energii i silne napięcia na europejskim rynku energetycznym. Na przełomie lat 2025–2026 ceny gazu wzrosły o ok. 90%, podczas gdy na przełomie 2021–2022 skok wyniósł aż 1260%, co pokazuje wyraźną różnicę skali obu ruchów.

W tamtym okresie globalna gospodarka zmagала się dodatkowo z istotnymi zakłóceniami w funkcjonowaniu łańcuchów dostaw. Były one konsekwencją wcześniejszych restrykcji pandemicznych oraz niestabilnego procesu ponownego otwierania gospodarek po okresie lockdownów, co prowadziło do zaburzeń w produkcji, logistyce i przepływach handlowych. W efekcie ograniczona dostępność wielu towarów podbijała ceny, dokładając kolejny impuls do inflacji, która już wcześniej była napędzana wzrostem cen energii.

Ostatnie raporty z rynków pracy pokazują, że liczba wakatów spadała, a pracownicy rzadziej zmieniali zatrudnienie. W publikowanych danych widoczne było globalne osłabienie presji płacowej, co utrudnia narastanie trwałej presji inflacyjnej. Jednocześnie stopy procentowe utrzymujące się powyżej inflacji zwiększają przestrzeń do postrzegania obecnego wzrostu cen energii jako zjawiska przejściowego. Odróżnia to obecną sytuację od warunków sprzed czterech lat.

Obligacje zmiennokuponowe

Historyczne dane pokazują, że w przypadku obligacji skarbowych o zmiennym oprocentowaniu wpływ wydarzeń rynkowych na wyniki inwestorów był wyraźnie mniejszy niż w przypadku długoterminowych obligacji o stałym oprocentowaniu. Wynika to z konstrukcji tych instrumentów – ich oprocentowanie zmienia się wraz z poziomem stóp procentowych, zazwyczaj co pół roku. Dzięki temu ceny takich obligacji są na ogół mniej zmienne niż w przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu.

Ze względu na to, że historia notowań indeksu GPWB-BWZ sięga 2019 roku, analiza obejmuje jedynie część wydarzeń uwzględnionych wcześniej w zestawieniu obligacji skarbowych o stałym kuponie. W analizowanych przypadkach indeks średnio tracił w pierwszym miesiącu 0,47%, jednak

w kolejnych okresach wyraźnie odrabiał straty. Po trzech miesiącach średnia stopa zwrotu wynosiła 0,67%, po sześciu miesiącach 1,25%, a po roku 2,11%.

Jak zachowywał się indeks polskich obligacji skarbowych zmiennokuponowych (GPWB-BWZ) po wybranych wydarzeniach ?

Wydarzenie		1M później	3M później	6M później	12M później
Wybuch pandemii Covid-19	4.03.2020	-1,29%	0,25%	0,88%	2,20%
Początek cyklu podwyżek stóp procentowych RPP w odpowiedzi na wysoką inflację	7.10.2021	-0,87%	-0,63%	-2,22%	-1,49%
Inwazja Rosji na Ukrainę	24.02.2022	-1,06%	-0,07%	0,79%	5,64%
Dzień Wyzwolenia - Trump nakłada cła	2.04.2025	0,25%	1,88%	3,45%	-
USA bombardują irańskie obiekty nuklearne	22.06.2025	0,60%	1,93%	3,37%	-
Średnia		-0,47%	0,67%	1,25%	2,11%
Mediana		-0,87%	0,25%	0,88%	2,20%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych stoog

Akcje

Historia zachowania indeksu WIG po wybranych wydarzeniach rynkowych i geopolitycznych pokazała, że reakcja rynku akcji w krótkim okresie bywała zróżnicowana, jednak w dłuższym horyzoncie często następowała stabilizacja wyników. W pierwszym miesiącu po analizowanych wydarzeniach średnia stopa zwrotu wynosiła 0,17%, natomiast mediana była wyraźnie wyższa i sięgała 3,20%. W większości przypadków wyniki rynku były dodatnie, a relatywnie niska średnia była w dużej mierze efektem pojedynczych epizodów silnych spadków – takich jak początek globalnego kryzysu finansowego w 2008 r. oraz gwałtownej reakcji rynków na wybuch pandemii COVID-19 w marcu 2020 r. W kolejnych miesiącach wyniki pozostawały zmienne, jednak w horyzoncie 12 miesięcy średnia stopa zwrotu wynosiła 13,38%, co pokazuje, że mimo krótkoterminowych wahań rynek akcji w dłuższym okresie zwykle odrabiał wcześniejsze spadki.

W kontekście globalnych rynków akcji warto zwrócić uwagę, że historycznie rynki radziły sobie dobrze nawet w okresach wzrostu cen ropy – wiele takich epizodów towarzyszyło fazom silnej

aktywności gospodarczej, a sama zmiana cen surowców nie była trafnym predyktorem przyszłych stóp zwrotu. Znacznie ważniejszy jest charakter impulsu: czy wynika on z rosnącego popytu, czy – jak obecnie – z szoku podażowego. To od oczekiwań dotyczących trwałości tego szoku zależy dalsza reakcja rynków. W takim otoczeniu dla inwestora szczególnego znaczenia nabiera utrzymanie odpowiedniego horyzontu inwestycyjnego.

Jak zachowywał się indeks WIG po wybranych wydarzeniach?

Wydarzenie		1M później	3M później	6M później	12M później
Rozpoczęcie wojny w Iraku	20.03.2003	3,01%	15,12%	42,57%	66,61%
Upadek banku Lehman Brothers	15.09.2008	-17,82%	-22,71%	-35,73%	0,20%
Aneksja Krymu przez Rosję	20.02.2014	-4,42%	-1,39%	-1,04%	0,71%
Brexit	24.06.2016	5,03%	5,16%	15,93%	36,28%
Wybuch pandemii Covid-19	4.03.2020	-15,65%	-3,91%	-4,21%	12,59%
Początek cyklu podwyżek stóp procentowych RPP w odpowiedzi na wysoką inflację	7.10.2021	3,20%	-6,53%	-21,13%	-30,08%
Inwazja Rosji na Ukrainę	24.02.2022	15,80%	2,40%	-10,54%	7,30%
Dzień Wyzwolenia - Trump nakłada cła	2.04.2025	3,30%	10,13%	13,80%	-
USA bombardują irańskie obiekty nuklearne	22.06.2025	9,08%	7,46%	21,41%	-
Średnia		0,17%	0,64%	2,34%	13,38%
Mediana		3,20%	2,40%	-1,04%	7,30%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych stoog

Podsumowanie

Jednocześnie warto podkreślić, że historyczne analogie, zarówno te odnoszące się do zachowania rynków akcji, jak i rynków obligacji w podobnych okresach podwyższonej awersji do ryzyka, nie muszą powtórzyć się w obecnych warunkach rynkowych. Mogą być one jedynie wskazówką dla inwestora, pomagającą lepiej zrozumieć możliwe scenariusze zachowania rynków w okresach zwiększonej niepewności.

Sytuacja rynkowa związana z konfliktem pozostaje bardzo dynamiczna i zmienia się z godziny na godzinę. W takich momentach inwestorzy powinni przede wszystkim wrócić do swojego długoterminowego planu inwestycyjnego i jasno określonych celów.

Autorzy:

Łukasz Sałachewicz, DI

Ekspert, Tribe - Inwestycje

lukasz.salachewicz@ing.pl

Maciej Mętlewicz

Junior Specialist, Tribe - Inwestycje

maciej.metlewicz@ing.pl