

## Komentarz do sytuacji

### na rynkach finansowych

- Wzrost rentowności obligacji w reakcji na rewizję oczekiwań dotyczących stóp procentowych i inflacji
- Bieżące dane makroekonomiczne oraz czynniki polityczne w kontekście obecnej sytuacji rynkowej
- Słabsze zachowanie rynków akcji w krajach będących importerami energii, w warunkach wzrostu cen surowców i podwyższonej niepewności geopolitycznej
- Marcowa korekta cen złota spowodowana zmianą krótkoterminowych oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej w USA, presją płynnościową oraz wzrostem zmienności

## Obligacje

W marcu 2026 roku polski rynek obligacji pozostawał pod silną presją, odzwierciedlając globalną falę wyprzedazy na rynku długu, związaną z eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie między Stanami Zjednoczonymi, Izraelem a Iranem. Indeks obligacji skarbowych stałokuponowych (TBSP) spadł o 3,23% m/m, przerywając tym samym dziewięciomiesięczną serię wzrostów. Z kolei indeks obligacji o zmiennym kuponie (GPWB-BWZ) obniżył się o 0,61% m/m, co stanowi pierwszy miesiąc z ujemnym wynikiem od października 2022 roku.

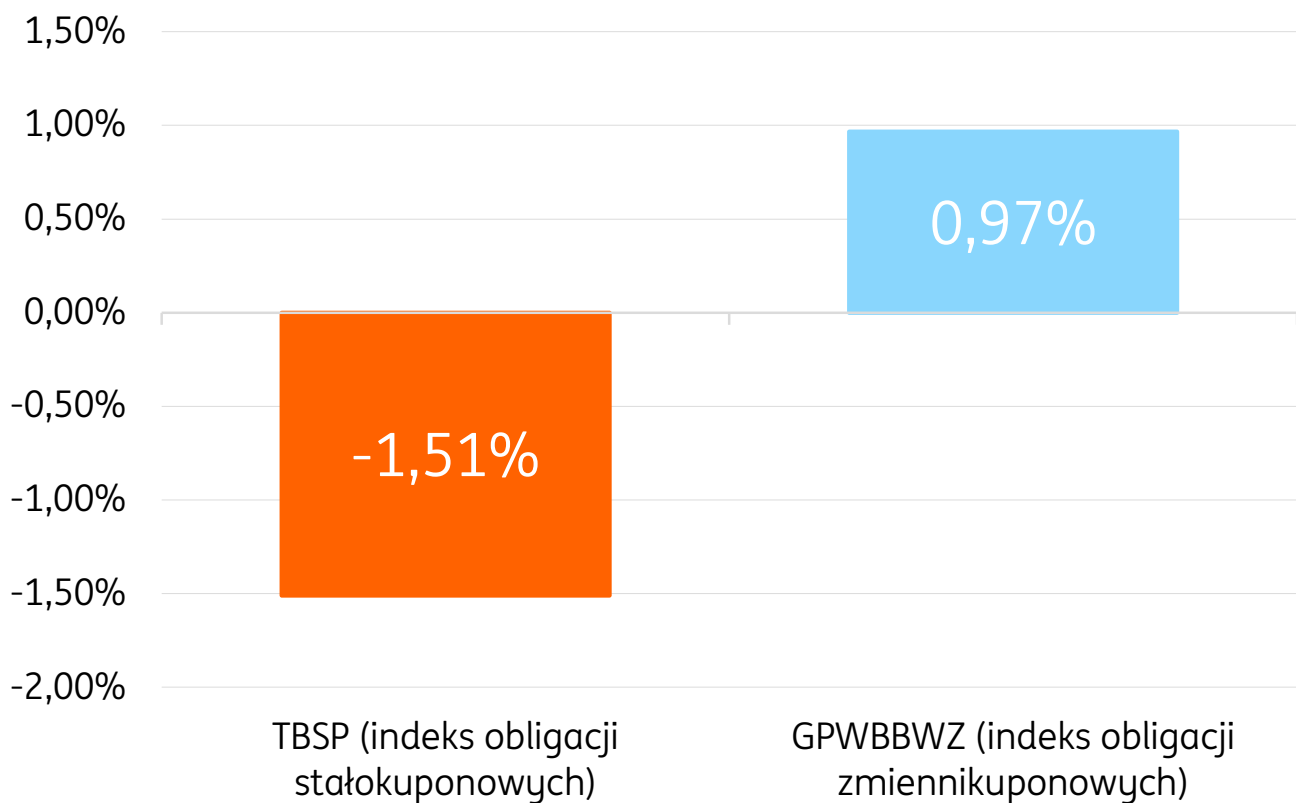
Choć scenariusz konfliktu regionalnego był uwzględniany przez uczestników rynku, rzeczywista skala eskalacji oraz sposób działania Iranu, okazały się istotnym zaskoczeniem. Szczególnie silny wpływ na nastroje inwestorów miały działania obejmujące blokadę cieśniny Ormuz oraz ataki na infrastrukturę energetyczną państw Zatoki Perskiej. Czynniki te przełożyły się na wzrost rentowności obligacji, głównie poprzez podbicie oczekiwań inflacyjnych związanych z zakłóceniami w dostawach surowców energetycznych, co w konsekwencji doprowadziło do rewizji oczekiwanej ścieżki stóp procentowych. Do momentu wybuchu wojny na polskim rynku oczekiwano 2–3 obniżek stóp procentowych po 25 pb., natomiast obecnie – zgodnie z wypowiedziami członków Rady Polityki Pieniężnej – dalsze obniżki w tym roku mogą być już nieuzasadnione. Rentowności obligacji 10-letnich wzrosły przy tym do poziomów obserwowanych jeszcze przed cyklem obniżek stóp procentowych z ostatnich lat.

Równolegle obserwowano odpływ kapitału z rynków wschodzących, w tym z Polski, w kierunku bezpieczniejszych aktywów, czemu towarzyszyło umocnienie dolara amerykańskiego oraz presja na rynki długu krajów będących importerami energii. W takich warunkach polski rynek obligacji, zarówno w segmencie papierów krótkoterminowych, jak i długoterminowych, wyraźnie odczuł

skutki wzrostu globalnej awersji do ryzyka. Dodatkowym czynnikiem pogłębiającym skalę spadków była konieczność redukcji lewarowanych pozycji przez fundusze inwestycyjne, co w warunkach ograniczonej płynności dodatkowo nasilało presję podażową. Od początku roku indeks TBSP notuje spadek o ok. -1,51%, natomiast GPWB-BWZ Index utrzymuje dodatnią stopę zwrotu na poziomie +0,97%.

## Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 31.03.2026

%, YTD



Źródło: stooq

### Bieżące dane oraz czynniki polityczne w kontekście obecnej sytuacji rynkowej

Pierwsze dane napływające z gospodarki, które częściowo uwzględniają wpływ trwającego konfliktu, okazują się lepsze od oczekiwań. W Polsce inflacja w marcu wzrosła do 3% r/r z 2,1% r/r w lutym, jednak odczyt był niższy od rynkowych prognoz zakładających 3,3% r/r. Podobny obraz obserwujemy w strefie euro – inflacja również przyspieszyła, ale skala wzrostu była niższa od oczekiwań ankietowanych ekonomistów.

Presję inflacyjną łagodzą też komunikaty napływające z największych sieci handlowych w Polsce, wskazujące na ograniczoną możliwość przenoszenia wyższych kosztów na ceny dla konsumentów. Zjawisko to wynika ze zmiany zachowań gospodarstw domowych – mimo rosnących dochodów utrzymują one wysoką skłonność do oszczędzania.

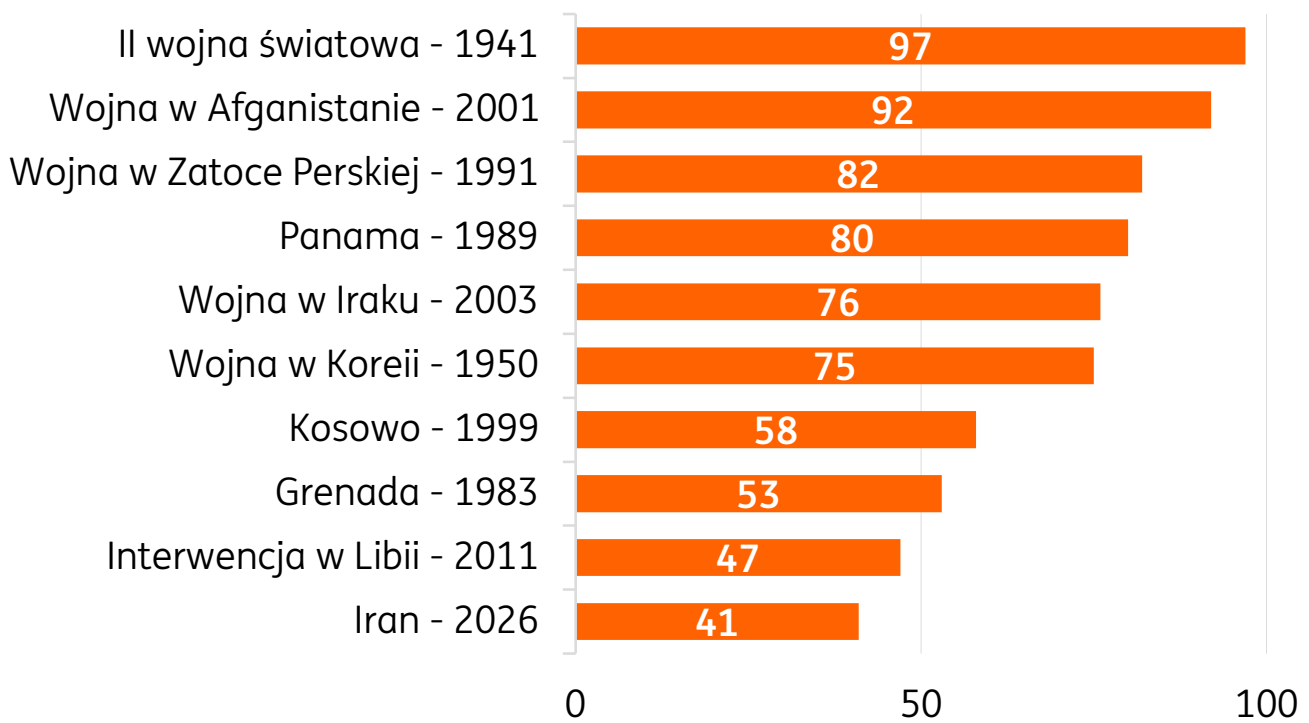
Działania zbrojne nadal trwają, pomimo pojawiających się w ostatnich dniach sygnałów mogących wskazywać na stopniową deeskalację - mowa m.in. o wznowieniu pośrednich kontaktów dyplomatycznych między stronami oraz propozycjach zawieszenia broni, za czym nie idzie jednak dotychczas ograniczenie intensywności ataków. Tempo ewentualnego wygaszenia konfliktu pozostaje trudne do oszacowania, szczególnie w kontekście zmienności deklaracji i stanowisk prezydenta Donalda Trumpa.

Warto przy tym zwrócić uwagę, że konflikt negatywnie oddziałuje również na gospodarkę USA. Rosnące rentowności obligacji skarbowych wpływają na koszty finansowania zarówno sektora publicznego, jak i prywatnego, a bezpośrednim efektem jest wzrost rat kredytów hipotecznych, istotnie obciążających budżety amerykańskich gospodarstw domowych. W rezultacie dochodzi do zaostrzenia warunków finansowych w gospodarce, co negatywnie wpływa na sytuację konsumentów - szczególnie tych o niskich i średnich dochodach, stanowiących istotną część zaplecza wyborczego Donalda Trumpa.

W tym kontekście warto też zaznaczyć, że poparcie społeczne dla prezydenta USA jest najniższe w historii jego kadencji, a poziom dezaprobaty w społeczeństwie dla podejmowanych przez niego działań jest rekordowo wysoki. Jeśli chodzi o trwającą „operację wojskową”, jej poziom poparcia jest wyraźnie niższy, jeśli porówna się go do innych konfliktów zbrojnych z udziałem USA. Czynniki te są o tyle istotne, że mogą bezpośrednio determinować kolejne decyzje prezydenta. Nabiera to szczególnego znaczenia w kontekście zbliżających się wyborów do Kongresu, które odbędą się w listopadzie tego roku.

## Poparcie społeczne dla interwencji wojskowych USA w pierwszych dniach konfliktów

■ Poparcie (%)



Źródło: New York Times

## Akcje

Marzec był miesiącem, w którym większość rynków odnotowała ujemne stopy zwrotu, głównie za sprawą rosnącej niepewności związanej z rozwojem sytuacji na Bliskim Wschodzie. Najmocniej ucierpiały rynki rozwijające się, ponieważ w warunkach podwyższonej zmienności kapitał przepływa w kierunku „bezpiecznych przystani”, takich jak dolar amerykański. Dotychczasowy konsensus rynkowy zakładał jego stopniowe osłabienie, jednak nagły wzrost napięć geopolitycznych wymusił szybką rewizję tych oczekiwań.

Szeroki indeks rynków wschodzących stracił w marcu 13,26% m/m, co w praktyce zniwelowało dodatnie stopy zwrotu wypracowane od początku roku. Na tym tle relatywnie dobrze wypadła Polska, która – pomimo tego, że przez inwestorów wciąż postrzegana jest jako rynek rozwijający się – odnotowała wyraźnie mniejszą skalę spadków. Szeroki indeks WIG stracił 3,41% w ujęciu m/m. Wyraźniej ucierpiały segmenty mniejszych spółek: mWIG40 i sWIG80 straciły odpowiednio 5,2% oraz 5,38% w ujęciu m/m.

Wśród rynków rozwiniętych Europa wypadła słabiej niż Stany Zjednoczone. Wynikało to m.in. z większego uzależnienia europejskich gospodarek od dostaw energii. W związku z eskalacją napięć na Bliskim Wschodzie rosło ryzyko zakłóceń w dostawach surowców energetycznych, zwłaszcza gazu i ropy. Pojawiały się również obawy o funkcjonowanie infrastruktury odpowiadającej za ich przesył i magazynowanie, co dodatkowo zwiększało niepewność co do stabilności dostaw.

Dodatkowo Europa jako blok ekonomiczny charakteryzowała się relatywnie niższym oczekiwanym tempem wzrostu gospodarczego, a materializacja ryzyk związanych z droższą energią oraz ewentualnymi podwyżkami stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny mogła skłaniać inwestorów do ograniczania ekspozycji na europejskie aktywa i przesuwania kapitału w innym kierunku.

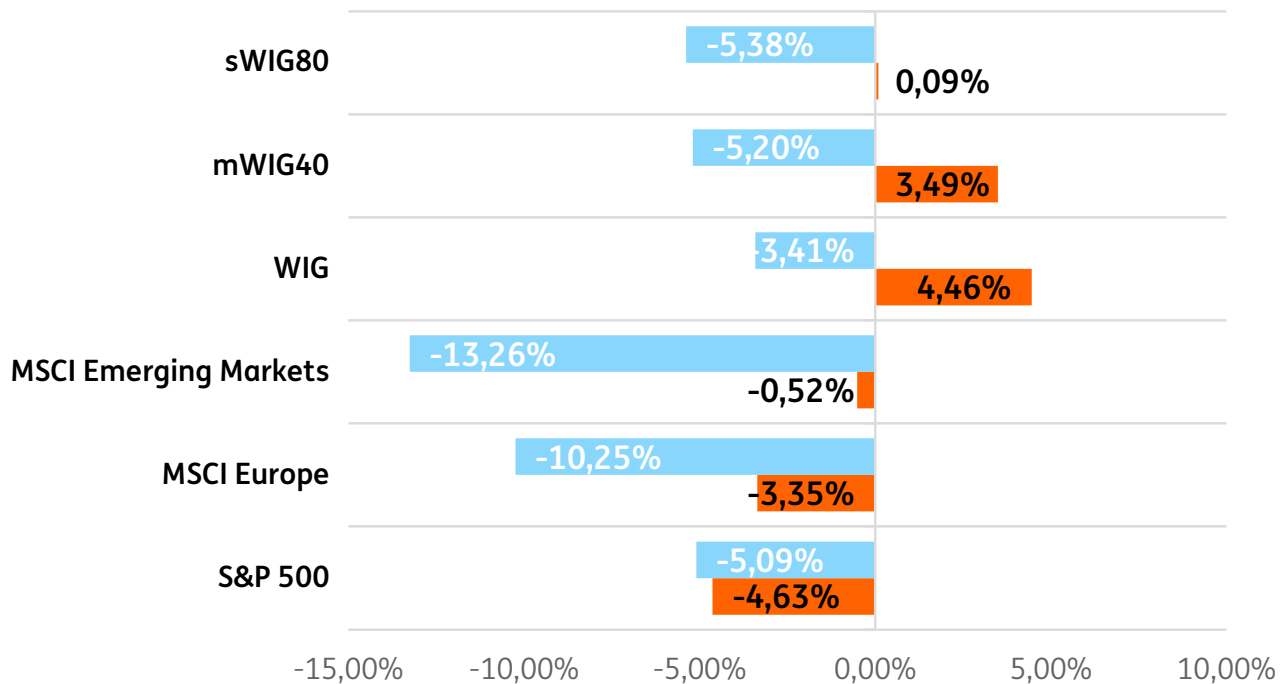
W przypadku USA dodatkowym czynnikiem wspierającym był umacniający się dolar, który zwiększał atrakcyjność tamtejszego rynku dla zagranicznego kapitału. W efekcie spadki w Stanach Zjednoczonych były wyraźnie płytsze – indeks MSCI Europe stracił w marcu 10,25% m/m, podczas gdy S&P 500 zanotował spadek na poziomie 5,09% m/m.

W kontekście rynku amerykańskiego warto również zwrócić uwagę na historyczną sezonowość – drugi rok kadencji prezydenta często wiąże się z podwyższoną zmiennością i większym ryzykiem spadków. Wynika to ze specyfiki cyklu politycznego w USA, w ramach którego najbardziej kontrowersyjne działania administracji koncentrowane są zazwyczaj w pierwszych dwóch latach prezydentury. Dane historyczne wskazują, że po wyborach uzupełniających administracja często traci część wpływów w Kongresie, co skłania ją do wcześniejszego wdrażania bardziej wymagających reform lub podejmowania bardziej kontrowersyjnych działań. To z kolei zwiększa niepewność i podnosi poziom nerwowości na rynkach finansowych.

## Stopy zwrotu indeksów giełdowych na dzień 31.03.2026

%

■ m/m ■ YTD



Źródło: stooq, Investing

## Złoto i surowce

Marcowe notowania złota przyniosły najsilniejszy miesięczny spadek cen od czerwca 2013 roku, kiedy kruszec również potaniał o 11%. Skala tego ruchu wynikała z nagromadzenia krótkookresowych impulsów po bardzo silnym, wielomiesięcznym trendzie wzrostowym, który na przełomie stycznia i lutego doprowadził ceny złota do historycznych maksimów. Korekta miała charakter gwałtowny i wielowymiarowy. Jej główne źródła leżały w jednoczesnej zmianie oczekiwań dotyczących polityki pieniężnej, presji płynnościowej oraz rosnącej zmienności.

Od pierwszych dni miesiąca widoczna była zmiana krótkoterminowej narracji makroekonomicznej, która zaczęła ciążyć wycenom metalu. Wypowiedzi przedstawicieli Rezerwy Federalnej

wskazywały, że wzrost cen energii w dużej mierze związany z eskalacją napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie może utrzymywać presję inflacyjną i opóźniać moment kolejnych obniżek obniżek stóp procentowych. W efekcie rynek ponownie zaczął dyskontować scenariusz dłuższego utrzymania restrykcyjnej polityki monetarnej w USA, co przełożyło się na umocnienie dolara amerykańskiego, w którym wyceniane jest złoto, pogarszając jego atrakcyjność dla inwestorów spoza USA. Jednocześnie wzrosły rentowności obligacji skarbowych, co działało negatywnie na złoto jako aktywo nieprzynoszące odsetek. Umocnienie dolara było dodatkowo wzmacniane przez ucieczkę kapitału do amerykańskiej waluty jako bezpiecznej przystani, w tym odpływ środków z rynków wschodzących, które w warunkach rosnącej zmienności i presji płynnościowej znalazły się pod szczególną presją.

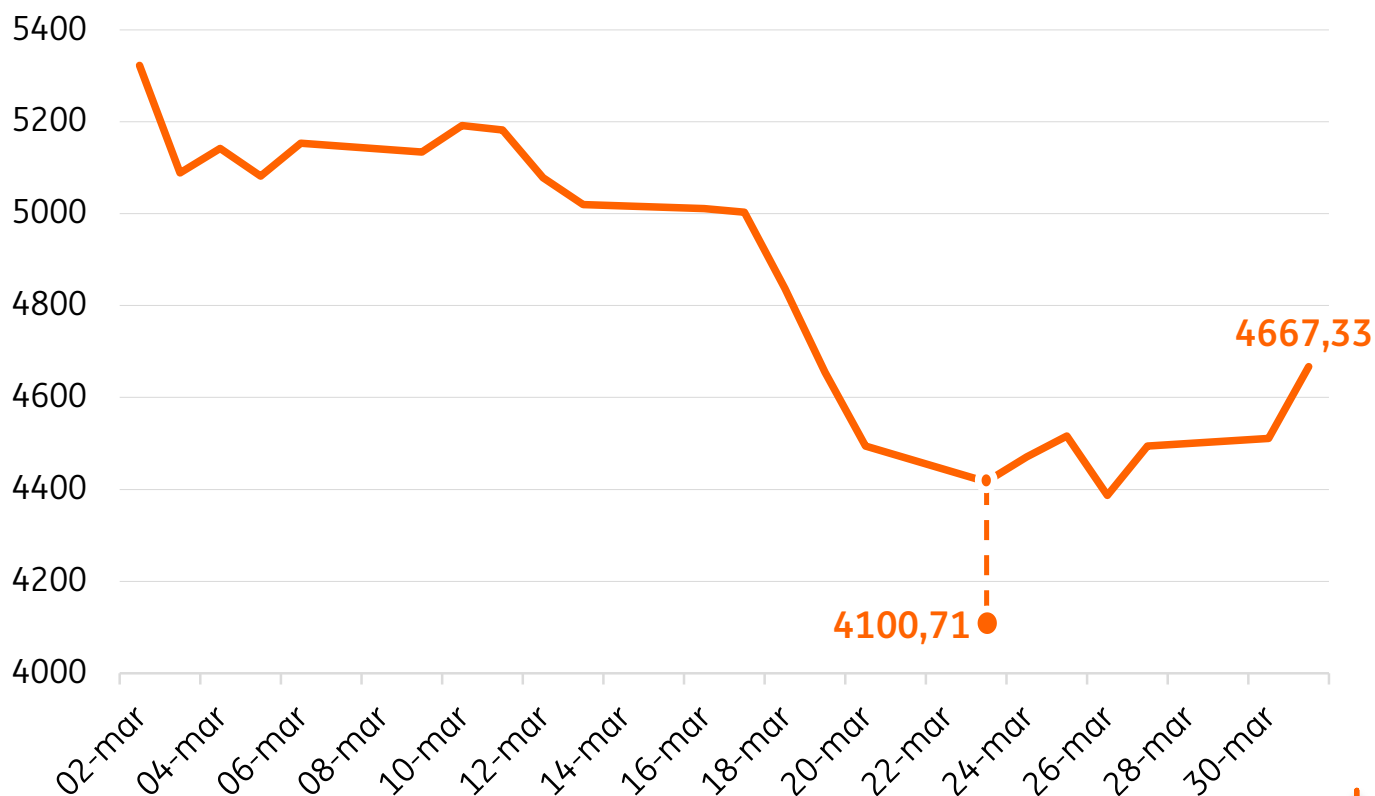
Na tle wydarzeń na rynku złota głównym źródłem zmienności pozostawał segment surowców energetycznych. Ceny ropy naftowej reagowały silnymi wahaniami na ryzyka związane z sytuacją na Bliskim Wschodzie oraz bezpieczeństwem szlaków transportowych, natomiast na rynku gazu ziemnego pojawiły się dodatkowe zakłócenia produkcji wynikające z uszkodzeń infrastruktury energetycznej w państwach Zatoki. Znaczenie cen ropy wykracza przy tym poza sam rynek energii: surowiec ten odgrywa kluczową rolę w wielu gospodarkach, wpływając na ceny paliw, transportu, produkcji przemysłowej oraz szerokiego koszyka dóbr konsumpcyjnych, a tym samym na ścieżkę inflacji i decyzje banków centralnych.

W warunkach podwyższonej niepewności geopolitycznej złoto, jako jedno z najbardziej płynnych aktywów w portfelach inwestycyjnych, było sprzedawane obok innych klas aktywów, niezależnie od swojej długoterminowej funkcji zabezpieczającej. Przełożyło się to na wyraźne uwidocznienie ograniczeń dywersyfikacji w krótkim horyzoncie czasu. Jednoczesne spadki cen akcji, obligacji i metali szlachetnych w odpowiedzi na energetyczny szok podaży wskazywały, że dominującym czynnikiem rynkowym była potrzeba redukcji ryzyka i poprawy płynności, a nie selektywna ocena fundamentów.

W miarę upływu miesiąca zainteresowanie inwestorów zaczęło stopniowo przesuwac się z ryzyk inflacyjnych w kierunku obaw o globalny wzrost gospodarczy, co sprzyjało poprawie nastawienia wobec złota. Po osiągnięciu marcowego minimum rynek wszedł w fazę wyraźnego odbicia popytu. Dynamika tego ruchu sugerowała, że po głębokiej korekcie, wśród inwestorów pojawiła się skłonność do ponownego zwiększania ekspozycji na ten metal. W efekcie notowania złota w końcówce miesiąca wyraźnie wzrosły, kończąc go w rejonie 4667 USD za uncję, czyli istotnie powyżej lokalnych minimów. Jednocześnie pomimo marcowej zmienności stopa zwrotu złota od początku roku pozostała dodatnia i wynosiła +8,82%.

## Cena złota spot - marzec

USD/oz



Źródło: stooq

### Autorzy:

**Łukasz Sałachewicz, DI**

Senior Ekspert, Tribe - Inwestycje

[lukasz.salachewicz@ing.pl](mailto:lukasz.salachewicz@ing.pl)

**Maciej Mętlewicz**

Junior Specialist, Tribe - Inwestycje

[maciej.metlewicz@ing.pl](mailto:maciej.metlewicz@ing.pl)