



Rynek długu

W marcu 2026 roku rynki obligacji pozostawały pod silną presją, odzwierciedlając globalną falę wyprzedzaży na rynku długu, związaną z eskalacją konfliktu na Bliskim Wschodzie. Szczególnie negatywny wpływa na nastroje inwestorów miały działania obejmujące blokowanie cieśniny Ormuz i ataki na infrastrukturę energetyczną w Zatoce Perskiej. Obawy o wzrost inflacji spowodowany zakłóceniami w dostawach surowców energetycznych oraz rewizja, co do oczekiwanej ścieżki stóp procentowych mocno wpłynęły na rentowności obligacji, które osiągnęły poziomy sprzed cyklu obniżek stóp procentowych.

Dochodowości dziesięcioletnich obligacji skarbowych wzrosły z 4,92% na koniec lutego do 5,87% na koniec marca, wzrosty tej samej skali odnotowały obligacje pięcioletnie (5,27% na koniec marca vs 4,24% na koniec lutego) i dwuletnie (4,51% vs 3,51%). Nieco mniejsze wzrosty zanotowały obligacje niemieckie 2,64% vs 3,00% i amerykańskie 3,93% vs 4,31%.

Europejski Bank Centralny, zgodnie z oczekiwaniami utrzymał stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Decyzja była jednogłówna, a w komunikacie po posiedzeniu stwierdzono, że wojna na Bliskim Wschodzie znacznie zwiększyła niepewność perspektyw oraz jest źródłem wzrostu inflacji i spadku wzrostu gospodarczego. Średniookresowe skutki będą zależały od czasu trwania, intensywności oraz tego, jaki wpływ będą miały ceny energii na ceny konsumpcyjne i gospodarkę. W opublikowanej projekcji prognoza inflacji zrewidowana została w górę, a dynamika PKB w dół, ale co ważne dane uwzględniają informacje na dzień 11 marca, przed eskalacją konfliktu. Ch. Lagarde powiedziała, że bank będzie ściśle monitorował oczekiwania inflacyjne i możliwe efekty drugiej rundy. Bank pozostaje zależny od danych i nie deklaruje dalszej ścieżki stóp procentowych, choć wypowiedzi dwóch z decydentów sugerują, że już w kwietniu rozważana będzie podwyżka.

Amerykański Bank Centralny również nie zmienił stóp procentowych, a wydźwięk komunikatu po posiedzeniu był w podobnym tonie, co banku europejskiego i wskazywał na wysoki poziom niepewności w gospodarce w związku z wydarzeniami na Bliskim Wschodzie. Szok naftowy może się uwidocznić w wyższych cenach energii, a także w inflacji bazowej. Według J. Powella FED jest w dobrej pozycji do dostosowań swojej polityki, dodał, że możliwość podwyżki stóp w następnym kroku jest odrzucana przez większość komitetu, możliwość wpadnięcia gospodarki w stagflację nie jest obecnie brana pod uwagę, a polityka monetarna powinna pozostać umiarkowanie restrykcyjna.

Rada Polityki Pieniężnej w pierwszych dniach kwietnia nie zmieniła stóp procentowych. Prezes Glapiński podczas konferencji zauważył, że obecny szok zewnętrzny ma odmienny charakter od tego, który wywołała rosyjska agresja na Ukrainę i nie grozi nam tak silny wzrost inflacji. Według prezesa NBP, w kolejnych miesiącach inflacja będzie zależała od cen surowców energetycznych (ropa naftowa, gaz) oraz krajowych decyzji regulacyjnych i podatkowych (akcyza i VAT na paliwa). Istotna będzie także skala przełożenia się wyższych cen paliw na ceny innych towarów. Wzrost cen surowców z jednej strony podbija inflację, ale z drugiej strony jest niekorzystny dla koniunktury, co może oddziaływać dezinflacyjnie.

Rada będzie się koncentrowała na napływających danych i ocenie wpływu sytuacji geopolitycznej i surowcowej na perspektywy inflacji i aktywność gospodarczą.

Gwałtowna przecena na rynku obligacji skarbowych wymusiła na Ministerstwie Finansów zmianę planów. W obliczu wysokiej zmienności i skoku rentowności krajowych papierów skarbowych resort zdecydował o odwołaniu jednego z zaplanowanych przetargów. Ministerstwo Finansów uplasowało w marcu obligacje o łącznej wartości 16,8 mld PLN, a odkupiło papiery o wartości 9,2 mld PLN. Stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto wynosi około 41%.



Rynek akcji polskich

Marzec 2026 obfitował w wydarzenia i zmienność, które mogłyby uczynić emocjonującym cały rok. Kampania bombardowań Iranu, rozpoczęta przez koalicję USA i Izraela, wypełniła niemal całą przestrzeń informacyjną, dominując uwagę inwestorów, którzy prawie nie zwracali uwagi na inne wydarzenia.

Z perspektywy polskiego rynku akcji najistotniejszy jest i będzie wpływ tej wojny na dostępność oraz ceny nośników energii. To z kolei zależy od długości trwania konfliktu i utrudnień w transporcie węglowodorów. Polska importuje ropę naftową z Arabii Saudyjskiej oraz LNG z Kataru. W przypadku ropy transporty realizowane są z portów na Morzu Czerwonym, więc ten kierunek pozostaje drożny, choć należy liczyć się z zakłóceniami – cały ruch z Zatoki Perskiej ustawi się w kolejce do załadunku od zachodniej strony Półwyspu Arabskiego, a mocy przesyłowych i załadunkowych nie wystarczy dla wszystkich. Znacznie gorzej wygląda sytuacja z LNG – cały ruch został zatrzymany, ponieważ skroplony gaz o bardzo niskiej temperaturze nie da się wywieźć inaczej niż na wielkich gazowcach przez Cieśninę Ormuz. Na domiar złego część instalacji do skraplania gazu w Katarze została uszkodzona w bombardowaniu. Szczęśliwie zima już za nami, a w przededniu kolejnej ruszyć ma nowa instalacja skraplająca gaz w USA, w której Polska ma zakontraktowane dostawy LNG. Wygląda więc na to, że węglowodorów nam nie zabraknie. Pytaniem otwartym pozostaje cena, po jakiej będziemy je kupować. Uwolnienie zapasów obowiązkowych oraz zniesienie sankcji kupiło światu około 2 miesiące – w takim czasie gospodarka światowa skonsumuje uwolnione rezerwy.

Na polskim rynku oczywistym beneficjentem tej sytuacji jest Orlen. Podobnie jak w przypadku wojny rosyjsko-ukraińskiej, koncern korzysta na cenach ropy i gazu, które wydobywa w Polsce i na Morzu Północnym, ale przede wszystkim na szalejących marżach rafineryjnych. Kurs Orlenu wzrósł w marcu o ponad 15%, pomimo zapowiedzi wprowadzenia dodatkowego podatku, który istotnie obciąży wyniki spółki.


Oprócz Orlenu negatywnemu sentymentowi wśród spółek z WIG20 oparły się wyłącznie LPP z jego spektakularnymi wynikami oraz mBank, wspierany staraniami włoskiej grupy UniCredit o przejęcie kontroli nad jego właścicielem. Cały indeks blue chipów stracił w marcu niespełna 3%, a indeks szerokiego rynku około 3,5% – umiarkowana skala korekty pozwala przypuszczać, że inwestorzy liczą na stosunkowo szybkie rozwiązanie konfliktu na Bliskim Wschodzie.



Globalny Rynek Akcji

Patrząc na stopy zwrotu z indeksów rynków akcji za marzec, można odnieść pierwsze wrażenie, że rynek zachował się schematycznie i wskutek eskalacji działań militarnych na Bliskim Wschodzie doszło do wyprzedzaży na rynkach akcji. Jednakże, jeśli spojrzeć trochę szerzej, to widać iż wyprzedzaż objęła także rynki metali szlachetnych, obligacji

rządowych i korporacyjnych, a na amerykańskich parkietach do zdecydowanie najsłabszych sektorów należały dobra podstawowe oraz ochrona zdrowia, czyli obszary tradycyjnie postrzegane jako defensywne, do których kapitał migruje w okresach napięć rynkowych. Wspólnym mianownikiem wszystkich klas aktywów był znaczący skok zmienności. Wskutek zamknięcia cieśniny Ormuz oczywistym beneficjentem stała się ropa, gaz ziemny i wszystkie produkty zależne od tych surowców. Ceny ropy Brent wzrosły w marcu o ponad 63% i od początku lat 90-ych tylko lato 1990 r. jest porównywalne, gdyż wtedy wskutek inwazji Iraku na Kuwejt ceny ropy na rynkach wzrosły w zbliżony sposób, ale trwało to 2 miesiące (w 3 miesiącu łączny wzrost przekroczył 100%). Wskutek drożającego dolara amerykańskiego doszło także do głębszej korekty na rynku metali szlachetnych, a ceny złota zaliczyły najgłębszy miesięczny spadek od października 2008 r., czyli od upadku banku Lehman Brothers.

KLASA AKTYWÓW	INDEKS	1M 	YTD	6M	12M	24M	36M
AKCJE	Indeks VIX	27,14%	68,90%	55,10%	13,33%	94,08%	35,03%
	MSCI World Value	-6,37%	0,70%	3,65%	14,23%	21,45%	40,71%
	MSCI World	-6,55%	-3,88%	-1,12%	17,35%	23,87%	52,55%
	MSCI World Growth	-6,75%	-8,60%	-6,15%	19,51%	25,13%	62,99%
	MSCI World Small Cap	-7,94%	0,97%	3,55%	24,26%	21,93%	38,91%
	MSCI Emerging Markets	-13,26%	-0,51%	3,80%	26,86%	33,93%	41,09%
FX I SUROWCE	Ropa Brent	63,29%	94,49%	76,59%	58,35%	35,29%	48,36%
	Bloomberg Commodity Index	11,15%	23,30%	29,26%	27,11%	35,94%	28,19%
	Bloomberg Dollar Spot Index	2,36%	0,99%	1,25%	-4,61%	-2,40%	-1,20%
	EURPLN	1,54%	1,70%	0,51%	2,37%	-0,03%	-8,36%
	Złoto spot	-11,57%	8,07%	20,97%	49,45%	109,34%	137,04%
DŁUG	Bloomberg Global High Yield Index	-2,47%	-1,31%	0,90%	8,59%	18,24%	33,51%
	Bloomberg Global Aggregate Index	-3,07%	-1,07%	-0,84%	4,26%	7,44%	7,97%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

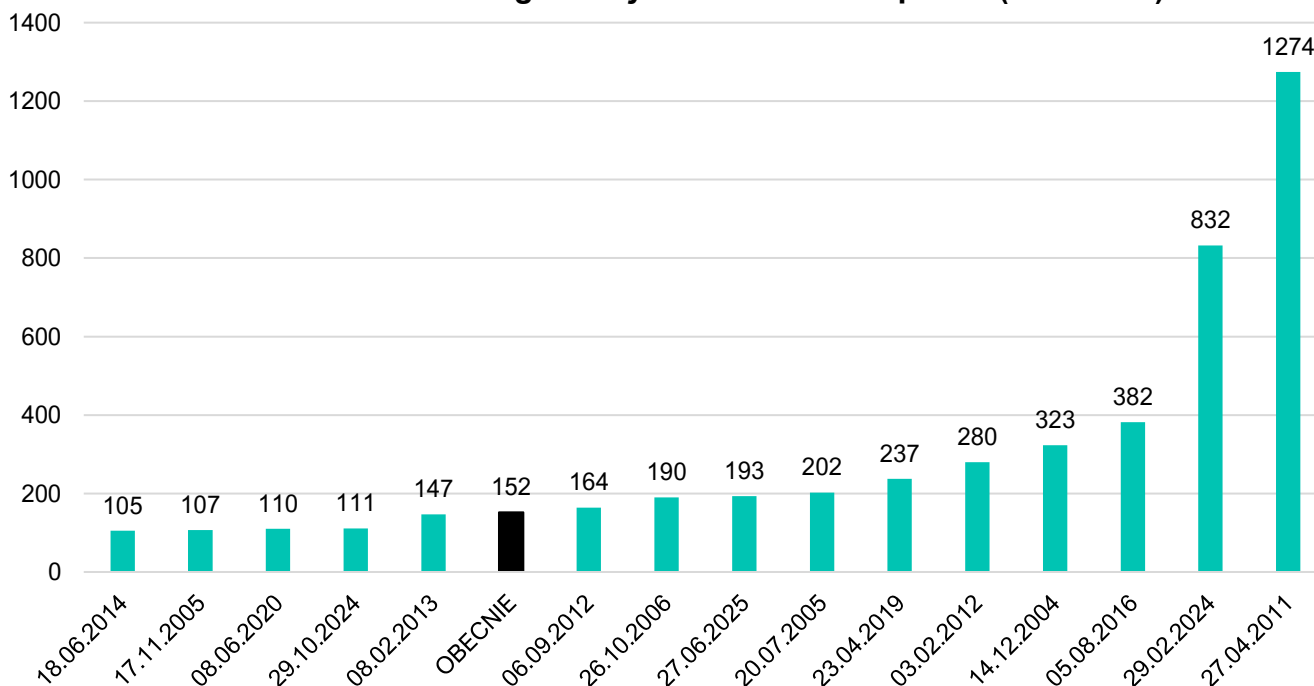
Ostatnie tygodnie na rynkach akcji miały przebieg dość nieoczekiwany i mocno chaotyczny. Początkowo spadki w reakcji na interwencję w Iranie zostały dosyć szybko „wymazane”, lecz w drugiej części miesiąca indeksy stopniowo ugięły się pod presją braku przełomu w kwestii irańskiej. Finalnie, na koniec miesiąca doszło do gwałtownej wyprzedaży w ciągu 3 dni, po czym ostatniego dnia miesiąca...rynki gwałtownie zawróciły do góry. Niewątpliwie, inwestorzy mogli poczuć się jak na kolejce górskiej. Dodatkowo w tle mieliśmy rosnące stopniowo rentowności długu rządowego na świecie, dochodowość amerykańskich 10-latek zwykowała w marcu z 3,94% na ponad 4,40%. Znacznie większe wzrosty rentowności mieliśmy na rynkach wschodzących, gdzie np. rentowność polskiego długu rządowego przesunęła się o około 1 punkt procentowy w górę. W naszej ocenie, patrząc przez pryzmat rynków akcji oraz obligacji, mieliśmy w mniejszej skali powtórzenie zeszłorocznej wyprzedaży z analogicznego okresu, która wtedy była związana z niesławnym „tornadem taryfowym”. W naszej ocenie, rynki poniekąd chciały na Donaldzie Trumpie „wymusić” konkretne deklaracje w sprawie dalszych działań w Iranie i oczywiście oczekiwanymi deklaracjami miało być po prostu rychłe zakończenie tego konfliktu. Na sam koniec miesiąca faktycznie Trump w warstwie słownej dokonał deeskalacji, lecz trudno obecnie cokolwiek przyjmować za dobrą monetę, ponieważ otrzymujemy masę

chaotycznych i sprzecznych wzajemnie deklaracji. Trump w marcu kilkakrotnie deklarował o postępkach w rzekomych negocjacjach z Iranem, po czym Iran wszystkim zdecydowanie zaprzeczał i wypierał się jakichkolwiek kontaktów z Amerykanami. Rynki nie mają narzędzi, aby rozszyfrować, kto mówi prawdę, a kto nie, lecz mają narzędzia, aby wywierać presję na niesfornych politykach. Na pewno takim narzędziem jest rentowność amerykańskiego długu. Szczególnie, że Trump sam rynkom dostarczył doskonały powód do wyprzedzaży rządowego długu. Jest to gwałtowny skok cen ropy naftowej, który z pewnością wpłynie na przejściowy wzrost dynamiki inflacji w USA. Tak się składa, że wzrost ten będzie prawdopodobnie najbardziej odczuwalny w okresie wyborów połówkowych w Stanach Zjednoczonych, tym samym, trudno nam doszukiwać się jakiejś ukrytej logiki w działaniach administracji Trumpa. Jest to raczej polityka reaktywna, która coraz bardziej przybiera kształt kompletnego chaosu w komunikacji i działaniach, co być może jest spowodowane niskimi oraz dalej spadającymi wskaźnikami poparcia obecnego prezydenta USA.

Implikacje ekonomiczne eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie wydają się obecnie co najwyżej średnioterminowe. Najnowsze prognozy dla dynamiki inflacji CPI wskazują na przejściowy wzrost o około 50 punktów bazowych, a w trakcie miesiąca inwestorzy wyzerowali oczekiwania na cięcia stóp przez Fed, jednocześnie rynek stopy procentowej zaczął nawet wskazywać 20% prawdopodobieństwo jednej podwyżki. W naszej ocenie, jest mało prawdopodobne, aby w tym momencie realnie zakładać powrót do cyklu podwyżek, gdyż wzrost cen ropy naftowej jest szokiem po stronie podażowej, na który banki centralne nie mają wpływu. Wzrost cen paliw w naturalny sposób (ujemnie) wpływa na nastroje konsumentów i wydatki, więc ryzyko dodatkowego impulsu inflacyjnego po stronie popytowej znacząco zmalało. Niemniej, zgadzamy się, iż w obecnej sytuacji władze monetarne w głównych gospodarkach będą zapewne bardzo wstrzemięźliwe w sygnalizowaniu możliwego terminu powrotu do obniżek stóp, dopóki nie zobaczymy pełnego obrazu efektów kryzysu naftowego w głównych zmiennych makroekonomicznych.

Z rynkowego punktu widzenia, w kwietniu dodatkowego paliwa dla zmienności rynkowej dołoży rozpoczynający się okres wyników kwartalnych, które będą oczywiście obejmowały cały marzec i wszelkie zakłócenia w łańcuchach dostaw z tym związanych. W branży technologicznej trwający konflikt nie ma zasadniczo bezpośredniego przełożenia na biznesy gigantów rewolucji AI, a spadające w marcu wyceny są efektem bardzo słabego sentymentu czy też po prostu zwykłego strachu, który zapanował wśród inwestorów. Wlewając trochę optymizmu na koniec, warto zauważyć, że od historycznego szczytu notowań indeksu NASDAQ Composite minęło już prawie pół roku, co w ostatnich 20 latach, jak widać na poniższym wykresie, jest okresem dość długim. Jeśli założymy, iż do osiągnięcia nowego szczytu historycznego potrzebne są 3 miesiące, to z tej kalkulacji wynika implikowany okres około 240 dni między kolejnymi historycznymi rekordami tego indeksu. W ostatnich 20 latach niewiele było takich przypadków, aby na nowy szczyt trzeba było czekać dłużej, niż wskazane 240 dni, więc statystycznie rzecz ujmując, jest to sytuacja dość rzadka i może się okazać, że w obecnym cyklu, dołek osiągnięty zostanie w przeciągu kilku najbliższych tygodni. Jednakże sytuacja jest bezprecedensowa i prognozowanie dalszego rozwoju wypadków obarczone jest dużym błędem.

Liczba dni od ostatniego szczytu NASDAQ Composite (od 2004 r.)



Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.

INDEKSY (31.03.2026)	1M	YTD	6M	12M	24M	36M
WIG	-3,41%	4,45%	15,13%	27,62%	47,99%	108,94%
NASDAQ Composite	-4,75%	-7,11%	-4,72%	24,81%	31,82%	76,66%
S&P 500	-5,09%	-4,63%	-2,39%	16,33%	24,25%	58,87%
Russell 2000	-5,17%	0,58%	2,46%	24,08%	17,50%	38,50%
Dow Jones Industrial Average	-5,38%	-3,58%	-0,12%	10,33%	16,41%	39,27%
STOXX 600 Europe	-8,00%	-1,53%	4,47%	9,22%	13,75%	27,37%
DAX	-10,30%	-7,39%	-5,03%	2,33%	22,64%	45,12%
Nikkei 225	-13,23%	1,44%	13,65%	43,37%	27,13%	82,10%
MSCI Emerging Markets	-13,26%	-0,51%	3,80%	26,86%	34,30%	41,09%

Źródło: Bloomberg, opracowanie własne.



NOTA PRAWNA

Niniejszy materiał ma charakter informacyjno-marketingowy i nie stanowi: usługi doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego, rekomendacji lub gwarancji realizacji określonego celu inwestycyjnego lub uzyskania określonego wyniku finansowego, jak również oferty zawarcia umowy w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. działa na podstawie zezwolenia i jest nadzorowane przez Komisję Nadzoru Finansowego.

IPOPEMA TFI S.A. dokłada starań, aby niniejszy materiał był przygotowywany z należytą starannością. Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych IPOPEMA TFI S.A. lub ze źródeł zewnętrznych uznanych przez IPOPEMA TFI S.A. za wiarygodne. IPOPEMA TFI S.A. nie gwarantuje, że informacje zawarte w materiale marketingowym są wyczerpujące, poprawne i kompletne i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami ich autorów lub IPOPEMA TFI S.A. i stanowią wyraz ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z uznanych za kompetentne rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Dane zawarte w Materiale mogą podlegać zmianom

bez uprzedniego powiadomienia, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z aktualnymi dokumentami prawnymi Funduszu oraz skontaktować się z IPOPEMA TFI S.A., celem uzyskania aktualnych informacji. IPOPEMA TFI S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku wykorzystania Materiału marketingowego niezgodnie z przeznaczeniem.

Ogólna treść noty prawnej oraz informacje o IPOPEMA TFI S.A. dostępne są pod adresem <https://ipopematfi.pl/nota-prawna>.

Materiał chroniony jest prawami autorskimi, a jego kopiowanie lub rozpowszechnianie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA TFI S.A.

IPOPEMA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. z siedzibą w Warszawie, pod adresem: ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, zarejestrowana przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000278264, NIP 108-000-30-69, kapitał zakładowy 10.599.441,00 zł w całości opłacony.

Materiał przeznaczony dla dystrybutorów i uczestników SFIO.