

# Kwiecień 2026

## RYNEK DŁUGU

W marcu Rada Polityki Pieniężnej (RPP) zakończyła okres paazy w cyklu dostosowań stóp procentowych i obniżyła stopę referencyjną Narodowego Banku Polskiego (NBP) o 25 punktów bazowych do poziomu 3,75%. Decyzja ta była wcześniej sygnalizowana i pozostawała zgodna z oczekiwaniami rynkowymi. Towarzyszący jej komunikat miał łagodny wydźwięk. Na szczególną uwagę zasługuje fragment dotyczący dynamiki wynagrodzeń, która została określona jako „wyraźnie niższa niż w poprzednim miesiącu”, a także wskazanie na dalszy spadek zatrudnienia.

Odwołania do sytuacji geopolitycznej, w tym eskalacji napięć wokół Iranu oraz wzrostu cen surowców, mają charakter ograniczony. W części dotyczącej przyszłych decyzji podtrzymano stanowisko, że RPP będzie monitorować kształtowanie się cen surowców oraz inflacji globalnej, rozszerzając je o odniesienie do napięć geopolitycznych. Jednocześnie wskazano na spadek cen surowców rolnych.

Nowa projekcja inflacyjna NBP zakłada niższą ścieżkę inflacji względem projekcji listopadowej. Zgodnie z aktualnymi szacunkami, centralna ścieżka inflacji wyniesie 2,3% w 2026 r., 2,4% w 2027 r. oraz 2,5% w 2028 r. Prognoza na 2026 r. została obniżona o 0,6 pkt proc. względem poprzedniej projekcji, a w kolejnych latach inflacja ma pozostawać zbliżona do celu inflacyjnego NBP.

Perspektywy wzrostu gospodarczego uległy umiarkowanej poprawie. W 2026 r. centralna ścieżka wzrostu PKB wynosi 3,9% (o 0,2 pkt proc. więcej niż w projekcji listopadowej), natomiast w kolejnych latach prognozowany jest wzrost na poziomie 2,9% w 2027 r. oraz 3,0% w 2028 r.

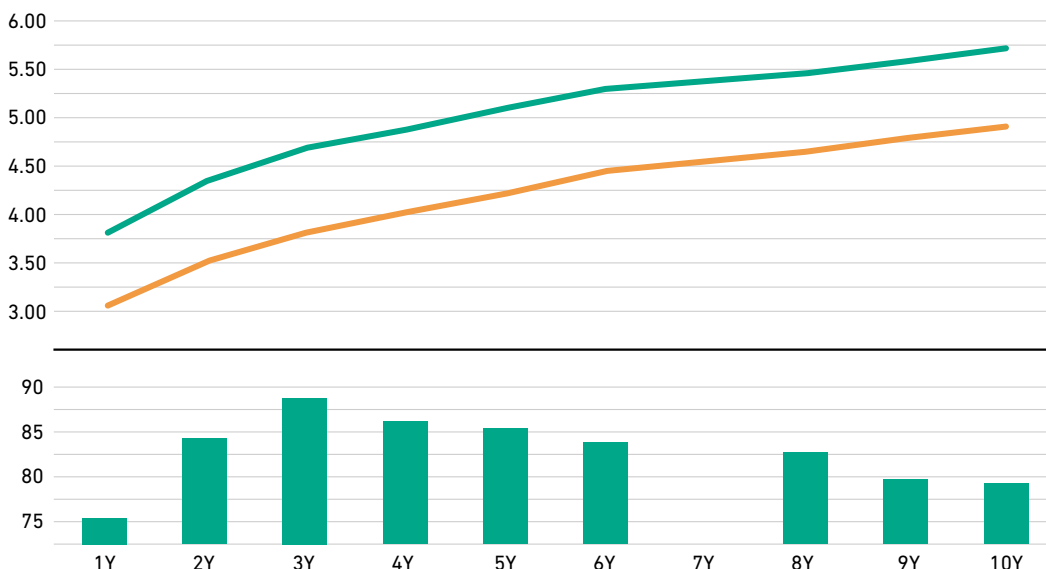
Europejski Bank Centralny (EBC) w swoich komunikatach podkreśla rosnącą niepewność związaną z czynnikami geopolitycznymi, w tym wpływem wyższych cen ropy na przyszłą ścieżkę inflacji. Mimo że scenariusz bazowy nadal zakłada stabilizację stóp procentowych, rynki zaczęły dyskontować możliwość ich podwyżek.

Istotnym czynnikiem ryzyka w marcu była eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie związana z konfliktem z udziałem Iranu. Wydarzenia te przełożyły się na wyraźny wzrost cen ropy naftowej na rynkach globalnych, w tym notowań ropy Brent. Wzrost cen surowców energetycznych doprowadził do podwyższenia oczekiwań inflacyjnych zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i w Polsce.

W konsekwencji rynki zaczęły częściowo rewidować wcześniejsze scenariusze szybkiego luzowania polityki pieniężnej, dopuszczając bardziej ostrożne podejście banków centralnych, a w skrajnym scenariuszu – możliwość ponownego zacieśnienia polityki monetarnej w przypadku utrzymywania się presji inflacyjnej. Na podstawie kontraktów FRA rynek wycenia obecnie podwyżki stóp procentowych o około 75 punktów bazowych w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy. Oceniamy jednak, że wyceny te są relatywnie skrajne, zwłaszcza w kontekście komunikacji banków centralnych wskazującej na preferencję dla stabilizacji stóp oraz oczekiwanie na trwałe odzwierciedlenie napięć geopolitycznych w danych makroekonomicznych.

Na tym tle relatywnie atrakcyjnie prezentują się polskie obligacje skarbowe, które w ostatnim czasie istotnie straciły na wartości. W scenariuszu deeskalacji napięć geopolitycznych można oczekiwać spadku rentowności, co sprzyjałoby lepszym wynikom tych instrumentów na tle rynków bazowych.

### Zmiana krzywej rentowności polskich papierów skarbowych w marcu 2026 r.



Źródło: Bloomberg, dane na 30.03.2026 r.

## AKCJE ZAGRANICZNE

Pierwszy kwartał 2026 roku upłynął na globalnych rynkach pod znakiem narastających napięć geopolitycznych, które szybko przerwały noworoczny optymizm inwestorów. Indeks S&P 500 zakończył ten okres spadkiem przekraczającym 5%, natomiast europejskie rynki akcji odnotowały jeszcze głębszą korektę – Stoxx 600 stracił około 8%, a DAX ponad 10%. Skala spadków odzwierciedla dostosowanie wycen do nowych ryzyk, w szczególności związanych z sytuacją na rynku energii.

### Zachowanie głównych indeksów zagranicznych (MTD/QTD/YTD) na 30.03.2026 r.

|                              | MTD%   | QTD%  | YTD%  |
|------------------------------|--------|-------|-------|
| <b>S&amp;P500</b>            | -5,1%  | -4,6% | -4,6% |
| <b>Nasdaq</b>                | -4,8%  | -7,1% | -7,1% |
| <b>Stoxx600</b>              | -8,0%  | -1,5% | -1,5% |
| <b>RTY Index</b>             | -5,2%  | 0,6%  | 0,6%  |
| <b>DAX</b>                   | -10,3% | -7,4% | -7,4% |
| <b>MSCI Emerging Markets</b> | -13,3% | -0,5% | -0,5% |
| <b>MSCI World</b>            | -6,6%  | -3,9% | -3,9% |

Źródło: Bloomberg

Głównym źródłem niepewności pozostaje kryzys w rejonie Zatoki Perskiej oraz istotne ograniczenia w ruchu tankowców przez cieśninę Ormuz. W efekcie inwestorzy zaczęli uwzględniać trwałą premię za ryzyko energetyczne, co przełożyło się na wzrost cen surowców i presję na globalny wzrost gospodarczy.

Relacje na linii USA–Iran wskazują na zaawansowaną fazę konfliktu, w której działania militarne współtętnieją z intensywną dyplomacją. Jednocześnie przebieg operacji wojskowych sugeruje, że środowisko operacyjne jest bardziej wymagające, niż pierwotnie zakładano, co ogranicza prawdopodobieństwo szybkiej i jednostronnej eskalacji. Z perspektywy rynków finansowych zwiększa to szanse na rozwiązanie negocjacyjne w średnim terminie.

Dalsza eskalacja konfliktu wiązałaby się z istotnym ryzykiem utrwalenia presji stagflacyjnej w gospodarce globalnej. Iran zachowuje zdolność do prowadzenia działań asymetrycznych, w tym oddziaływania na infrastrukturę energetyczną regionu, co podtrzymuje podwyższony poziom niepewności i zmienności na rynkach surowcowych.

W Stanach Zjednoczonych obserwujemy zmianę oczekiwań wobec polityki monetarnej. Rynek w dużej mierze wycofał się z wycen scenariusza szybkich obniżek stóp procentowych przez Fed, co znalazło odzwierciedlenie we wzroście rentowności obligacji skarbowych oraz umocnieniu dolara. Jednocześnie gospodarka USA pozostaje relatywnie odporna, wspierana przez czynniki fiskalne oraz stabilną konsumpcję.

Europa pozostaje bardziej wrażliwa na obecny szok energetyczny. Wysokie ceny gazu oraz strukturalna zależność od importu energii ograniczają perspektywy wzrostu. Europejski Bank Centralny funkcjonuje w środowisku podwyższonej inflacji przy niskiej dynamice PKB, co znacząco zawęża przestrzeń do prowadzenia elastycznej polityki monetarnej. W rezultacie potencjał do poprawy wycen europejskich aktywów pozostaje ograniczony.

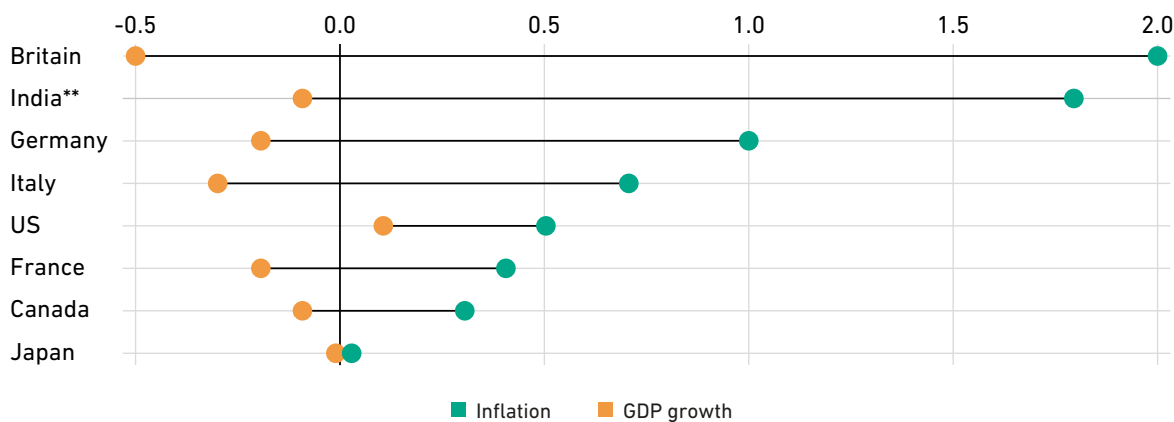
Na rynku surowców widoczna była istotna zmienność, szczególnie w segmencie metali szlachetnych. Spadki cen złota i srebra były w dużej mierze konsekwencją wzrostu realnych stóp procentowych oraz umocnienia dolara. Jednocześnie obserwowana była rotacja kapitału w kierunku metali przemysłowych, choć perspektywy dla tego segmentu pozostają niepewne w kontekście spowalniającego cyklu gospodarczego.

Segment aktywów ryzykownych, w tym spółki technologiczne oraz rynek kryptowalut, pozostawał pod presją rosnących realnych stóp procentowych oraz pogorszenia warunków finansowania, szczególnie w obszarze private credit i rynku high yield.

W rezultacie obserwujemy odejście od scenariusza „Goldilocks”, zakładającego jednoczesny spadek inflacji i przyspieszenie wzrostu gospodarczego. W jego miejsce rośnie prawdopodobieństwo scenariusza stagflacyjnego oraz zwiększa się ryzyko błędów w polityce banków centralnych. Szok energetyczny przestał być czynnikiem hipotetycznym i stał się istotnym elementem bazowego scenariusza rynkowego.

Podsumowując, pierwszy kwartał 2026 roku był okresem dostosowania rynków do nowych ryzyk podażowych. Ewentualne wygaszenie napięć geopolitycznych mogłoby ograniczyć wpływ wysokich cen energii na gospodarkę globalną. W obecnym otoczeniu preferujemy selektywne podejście do segmentu „value”, w szczególności w sektorach korzystających z wysokich cen surowców energetycznych lub wykazujących niską wrażliwość na ich wzrost.

## Skumulowane zmiany inflacji i wzrostu gospodarczego według prognoz na lata 2026–2027\*



\*Forecasts made in Mar 2026 compared with Dec 2025

\*\*Fiscal years beginning April

Źródło: *The Economist*, OECD

## AKCJE POLSKIE

W marcu 2026 roku dominowała eskalacja napięć geopolitycznych na Bliskim Wschodzie. Kluczowym wydarzeniem, które przełożyło się na globalne nastroje inwestorów, był bezpośredni atak Stanów Zjednoczonych i Izraela na Iran. Jego konsekwencje militarne szybko przekształciły się w kryzys logistyczno-surowcowy o zasięgu globalnym.

### Kryzys w cieśninie Ormuz i szok surowcowy

Kluczowym punktem zapalnym było zamknięcie cieśniny Ormuz – strategicznego szlaku, przez które przepływa około 20% światowego handlu ropą naftową oraz istotna część dostaw LNG i metali przemysłowych. Reakcja rynków towarowych była gwałtowna:

- **Ropa naftowa:** wzrost o ponad 50% w ciągu miesiąca, do rekordowych poziomów
- **Gaz ziemny (TTF):** wzrost o około 60%
- **Aluminium:** wzrost o około 10%

Zakłócenia w dostawach gazu szczególnie dotknęły Azję, gdzie część zakładów azotowych została zmuszona do ograniczenia produkcji nawozów. W konsekwencji pojawiły się obawy o wzrost cen żywności oraz pogorszenie perspektyw globalnego wzrostu gospodarczego.



**Kluczowym wydarzeniem, które przełożyło się na globalne nastroje inwestorów, był bezpośredni atak Stanów Zjednoczonych i Izraela na Iran**



### Odporność rynków akcji

Pomimo skali szoku surowcowego, rynki akcji zachowywały się relatywnie stabilnie. Główne indeksy odnotowały spadki, jednak nie doszło do gwałtownej wyprzedży:

| Indeks                       | Stopa zwrotu w marcu |
|------------------------------|----------------------|
| <b>MSCI Emerging Markets</b> | -13%                 |
| <b>Stoxx 600</b>             | -10%                 |
| <b>WIG20</b>                 | -3%                  |
| <b>S&amp;P 500</b>           | -5%                  |

*Źródło: Bloomberg, opracowanie własne, dane na 30.03.2026 r.*

Zachowanie rynku sugeruje, że inwestorzy wciąż zakładają relatywnie krótki czas trwania konfliktu. Wyceny implikują scenariusz, w którym rosnące koszty energii, ryzyko recesji oraz presja polityczna skłonią USA do deeskalacji w średnim terminie.

### Polska na tle rynków wschodzących

Na tym tle relatywnie dobrze wypadł polski rynek akcji. Indeks WIG20 (-3%) zachował się wyraźnie lepiej niż szeroki indeks MSCI Emerging Markets (-13%).

Wynika to przede wszystkim z faktu, że blokada cieśniny Ormuz silniej oddziałuje na gospodarki azjatyckie, które są bardziej uzależnione od importu surowców energetycznych z regionu. Wysoki udział krajów takich jak Chiny czy Korea Południowa w MSCI EM dodatkowo pogłębił skalę spadków tego indeksu.

Dodatkowym wsparciem dla polskiej gospodarki pozostają inwestycje infrastrukturalne, w tym projekty realizowane w ramach KPO. Przy założeniu stabilizacji sytuacji podażowej na rynku energii, wpływ kryzysu na krajowy wzrost gospodarczy może pozostać ograniczony.

### Sytuacja w portfelu: liderzy i słabsze segmenty

W ramach indeksu WIG20 widoczne było wyraźne zróżnicowanie wyników:

- **PKN Orlen (+17%)** – beneficjent wzrostu cen ropy oraz poprawy marż rafineryjnych i handlowych,
- **Sektor bankowy (-4%)** – relatywnie odporny dzięki stabilnym wynikom odsetkowym oraz potencjalnym korzyściom z wyższych stóp procentowych,
- **KGHM (-20%), Budimex (-18%)** – słabsze zachowanie związane z cyklicznym charakterem działalności i wrażliwością na spowolnienie gospodarcze.

### Zachowanie głównych indeksów polskich (MTD/QTD/YTD) na 30.03.2026 r.

|                     | MTD%  | QTD% | YTD% |
|---------------------|-------|------|------|
| <b>WIG</b>          | -3,4% | 4,5% | 4,5% |
| <b>WIG20</b>        | -2,9% | 4,9% | 4,9% |
| <b>WIG Banki</b>    | -3,9% | 4,5% | 4,5% |
| <b>mWIG40 index</b> | -5,2% | 3,5% | 3,5% |
| <b>sWIG80 index</b> | -5,4% | 0,1% | 0,1% |
| <b>WIBOR 6M</b>     | 3,8%  | 3,9% | 3,9% |

*Źródło: Bloomberg*

### Perspektywy i ryzyka

Pomimo relatywnie niskiej bieżącej inflacji w Polsce (2,1% r/r w lutym oraz ok. 3% wstępnie za marzec), perspektywy pozostają niepewne. Szok energetyczny może w kolejnych miesiącach przełożyć się na wyższą inflację oraz pogorszenie warunków wzrostu.

Nawet w scenariuszu szybkiej deeskalacji konfliktu, powrót do normalnych warunków w globalnym handlu nie będzie natychmiastowy. Według szacunków, pełna normalizacja logistyki morskiej może potrwać do sześciu miesięcy, m.in. ze względu na kumulację opóźnień w portach i konieczność odbudowy łańcuchów dostaw.



***Nawet w scenariuszu szybkiej deeskalacji konfliktu, powrót do normalnych warunków w globalnym handlu nie będzie natychmiastowy***



## NOTA PRAWNA

Prezentowany materiał ma charakter reklamowy, nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego i nie należy go traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek 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](http://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.