

KOMENTARZ RYNKOWY

04/2026



OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Akcje

W grze mamy dwa skrajne scenariusze. Deeskalacja, która mogłaby obniżyć ceny ropy, lub przedłużony okres niestabilności, który podniósłby cenę surowca bliżej 150 dolarów. Skrajne scenariusze oznaczają skrajne rynkowe reakcje. Pierwszy to oczywiście krótkookresowa euforia, po której przyjdzie opamiętanie i liczenie rannych, a drugi prowadzi do ostrej i gwałtownej recesji w USA. Nie można by wykluczyć wtedy spadku S&P nawet na 5600pkt. Narastają obawy, że długotrwały konflikt może zakłócić globalne dostawy energii, przy rosnących cenach ropy Brent i potencjalnie doprowadzić do stagflacyjnego otoczenia z wyższą inflacją oraz wolniejszym wzrostem gospodarczym. Ta niepewność spowodowała pięć kolejnych tygodni spadków indeksu S&P 500. Pomimo zmienności rynku i obaw dotyczących niektórych obszarów systemu finansowego, porównania do światowego kryzysu finansowego z lat 2007-2008 wydają się mało uzasadnione. To co może „wysadzić” Wall Street to... heł. Gaz ten nieodmiennie kojarzący się ze zmianą barwy głosu czy balonami, które są przekleństwem każdego rodzica, gdyż tak szybko ulatują, ma potężne znaczenie. W przemyśle półprzewodników to surowiec krytyczny, wykorzystywany na wielu etapach produkcji. Jego produkcja koncentruje się w kilku krajach, przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych i Katarze. Właśnie wstrzymanie części produkcji w tym drugim kraju po eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, wyeliminowało około jedną trzecią światowej podaży tego surowca. W momencie, gdy globalny popyt na układy do sztucznej inteligencji rośnie w szybkim tempie, niedobór helu może stać się nieoczekiwanym ograniczeniem dla całej branży. Sytuacja ta pokazuje, że nawet najbardziej zaawansowane technologie pozostają zależne od podstawowych surowców – i że ich dostępność może w krytycznym momencie zdecydować o tempie dalszego rozwoju rynku. Długoterminowy potencjał AI jest powszechnie uznawany, rosną jednak obawy o trwałość wysokich wycen oraz znaczne nakłady kapitałowe potrzebne na infrastrukturę AI. Wracając na własne podwórko: posypią się pewnie rewizje polskiego PKB. Jako pierwsi dokonali takowej ekonomiści banku PKO BP, którzy obniżyli prognozę wzrostu PKB w 2026 r. do 3,5 proc. z 3,7 proc. Na wsparciach polskie indeksy trzymają doskonałe ubiegłoroczne wyniki, zapewniające konsumpcję często rekordowych dywidend. Właściwie codziennie pojawiają się komunikaty o ponadprzeciętnym ubiegłorocznym zysku w połączeniu z zapowiedzią dywidendy. Na przykład: po ponad dekadzie przerwy Tauron ponownie planuje podzielić się zyskiem z akcjonariuszami. Po publikacji informacji o zaledwie 20 groszowej dywidendzie, kurs akcji spółki wystrzelił i rósł o prawie 15 proc. To tylko egzemplifikacja pokazująca, że ciężko będzie póki co polskim akcjom zejść na wyraźnie niższe poziomy.

Obligacje

Zagrozenie inflacją, dla której pasem transmisyjnym ma być niewidziany od lat kryzys paliwowy, odwróciło kompletnie rynek obligacji. Rynek surowców, z tym jednym najczarniejszym, zdominował predykcje dotyczące rynku długu. Pecha miał Minister Domański, który w przeddzień inwazji Izraela i USA na Iran, wskazywał rentowność obligacji dziesięcioletniej z czwórką z przodu jako dowód zaufania zagranicznych inwestorów. Pecha miałem ja, sądząc (co prawda z innych przyczyn niż wskazywał minister), że rentowność na niskich poziomach może zostać na dłużej. Benzyny do płonącego rynku obligacji dołała RPP, która mogła przecież w momencie wydawania decyzji przewidzieć konsekwencje izraelsko – amerykańskiego ataku. Obniżka stóp procentowych w sytuacji zagrożenia inflacją, notowaniom obligacji nie pomogła. Tak samo jak nie służy im populistyczne, ale przywitane entuzjastycznie, ceny maksymalne na paliwa. Cena dla benzyny silnikowej bezołowiowej 95 powiększona o podatek od towarów i usług wynosi 6,16 zł za 1 litr – poinformowano w obwieszczeniu Ministra Energii, zamieszczonym w Monitorze Polskim w ostatnim dniu marca. Oczywiście tankować taniej jest fajnie, ale lepiej wtedy nie mieć... obligacji skarbowych. Koincydencja jest taka, że za dotowanie ceny trzeba będzie zapłacić jeszcze większymi budżetowymi kłopotami. Kondycja finansów publicznych, nadwyrężona serią wcześniejszych szoków, pozostawia coraz mniej miejsca do przeciwdziałania nowym uderzeniom w gospodarkę. Koszt zapowiedzianych działań neutralizuje nieco lepsze wykonanie 2025 i potencjalny krótkoterminowy pozytywny wpływ wyższej inflacji. W efekcie deficyt w 2026 może wynieść 6,5 proc. PKB i może wystąpić znaczny przyrost długu publicznego, do blisko 66 proc. PKB. Mimo wszystko, rentowność obligacji 10-letniej dobijającej się do 6% to chyba zbyt duży wymiar kary. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w marcu 2026 r. wzrosły r/r o 3,0 proc., podczas gdy ankietowani przez PAP Biznes analitycy (w tym autor komentarza) oczekiwali wzrostu cen o 3,3 proc. To powinno dać oddech uczestnikom funduszy obligacji skarbowych, którzy w lutym, na samej górze, gremialnie nabywali jednostki (6,8 mld napływów). Z kolei odczyt inflacji producentów (PPI) z USA za luty nie pozostawia złudzeń – presja cenowa jest silniejsza, niż zakładali konsensus. Wskaźnik PPI r/r wzrósł do 3,4% (prognoza 2,9%), a inflacja bazowa PPI sięgnęła 3,9% (prognoza 3,7%). A przecież liczby te nie uwzględniają pełnych efektów ataku na Iran i gwałtownego skoku cen ropy naftowej. Prawdziwy obraz sytuacji zobaczymy w okolicach maja. Już teraz wskaźnik trufalacji (niezależny wskaźnik inflacji oparty na danych w czasie rzeczywistym, zaprojektowany jako dokładniejsza alternatywa dla oficjalnych odczytów rządowych), odnotował w ciągu ostatniego miesiąca wzrost o blisko 1% – to bezpośredni efekt wojennej premii na surowcach. Jeśli odczyty PPI przełożą się na CPI (a najczęściej tak się dzieje – PPI szybciej łapie zmiany cen) i nałożymy te proinflacyjne czynniki na coraz wyraźniejsze sygnały słabnącej aktywności gospodarczej w USA, staniemy przed realnym widmem stagflacji. To właśnie stagflacja w najbliższym czasie może być głównym tematem, który zdominuje narrację wśród inwestorów. Prognozy dla wszystkich klas aktywów, można zakończyć litanią do DT. Może duch Świąt Wielkanocnych natchnie pomyślnymi myślami przekładającymi się na decyzje, wiadomą osobę.

OCENA PERSPEKTYW KLAS AKTYWÓW:

Surowce

Światowe zasoby miedzi szacuje się na ponad 880 mln ton. Polska posiada największe złoża w Europie (ok. 23 mln ton udokumentowanych). Jak to dobrze, że póki co w światowym wyścigu mocarstw o kontrolę nad zasobami, miedź nie stanowi centralnego punktu. Bo co by się wydarzyło, jeśli DT wersja 2, uznałby, że metal ten jest niezbędnie potrzebny amerykańskiemu państwu...? Prezydent USA Donald Trump powiedział w wywiadzie dla dziennika „Financial Times”, że chciałby „przejąć ropę z Iranu” i może przejąć centrum eksportowe na wyspie Chark, punkt wyjściowy dla 90 proc. irańskiego eksportu ropy. Wyjaśnił, że najchętniej doprowadziłby do przejęcia ropy, ale „niektórzy głupcy w USA” pytają: „Po co to robicie?”. Minęły 4 tygodnie od rozpoczęcia konfrontacji USA i Izraela z Iranem – okres, po którym według początkowych zapowiedzi Donalda Trumpa konflikt miał się zakończyć. Na razie jednak nic nie wskazuje na szybki koniec wojny. Co prawda prezydent USA wydużył w ubiegłym tygodniu czas zawieszenia ataków na infrastrukturę energetyczną Iranu do 6 kwietnia, ale nie uspokoiło to rynków surowcowych ani finansowych. Ropa przekroczyła 100USD za baryłkę, a w końcówce miesiąca ropa BRENT dotarła nawet do 112USD. Włączenie się jemeńskich rebeliantów Huti, wzrost obaw o możliwą inwazję lądową połączony ze wzmocnieniem sił amerykańskich na Bliskim Wschodzie, nie daje podstaw do zbytniego optymizmu. „Może zdobędziemy wyspę Chark, a może nie. Mamy wiele opcji” – powiedział Trump, dodając, że zajęcie wyspy oznaczałoby, że „musielibyśmy tam pozostać przez jakiś czas”. Pewne jest, że każdy dzień, w którym ropa jest powyżej 100USD za baryłkę to impakt do wzrostu inflacji. Jeśli ceny ropy wzrosną do 150 dolarów za baryłkę, może to wywołać globalną recesję, powiedział dyrektor generalny BlackRock Larry Fink w wywiadzie opublikowanym przez BBC. W poprzednim komentarzu napisałem: „nadejdzie dzień, w którym NBP i inne banki w końcu się złotem nasycą. Obyśmy byli w stanie te góry złota udźwignąć...”. Nad pomysłem finansowania wydatków zbrojeniowych ze sprzedaży złota spuścimy z litości zasłonę milczenia. Stało się jednak coś, na co zwracałem już dawno uwagę. Największym zagrożeniem dla ceny złota jest właśnie ochota do sięgania do tych rezerw przez polityków. W „Potopie” jest taka scena, w której stary Kiemlicz wolał sam pójść do piwniczki niż wysłać do niej syna, bo zbyt dużo by z niej wtedy „wyparowało”. Przecież na jednorazowej akcji by się nie skończyło... W pierwszych miesiącach 2026 roku Rosja wyprzedza złoto najszybciej od 24 lat. Tylko w styczniu i lutym 2026 r. rosyjski bank centralny sprzedał ok. 15 ton złota (ponad 500 tys. uncji), co jest największą redukcją rezerw od 2002 roku. Rosja zmuszona jest do sprzedaży złota na mniej korzystnych rynkach, często za juany, co czyni te operacje trudniejszymi i często „tajemniczymi”. Co mogłoby zawrócić cenę ropy? Oczywiście deeskalacja. Pomimo cytowanych wcześniej gróźb, Trump podkreślił, że rozmowy między USA a Iranem za pośrednictwem pakistańskich „wysłanników” postępują pomyślnie. Media społecznościowe pełne są śmiechu przez łzy, dotyczącego działalności DT. Jeden z memów przedstawia prezydenta na psychiatrycznej koczce. Podczas sesji, psychiatra zadaje mu pytanie: „Czy Ci Irańczycy z którymi rozmawiasz, są tutaj obecni...”?

Waluty

Utrzymujący się na rynku risk-off, nadal podbija dolara względem głównych walut. Wyjątkiem jest jen, który zareagował na sygnały gotowości do podwyżek stóp przez Bank Japonii. Poza tym rynek walutowy wydaje się być równie, jak główny analityk Phinance S.A., zmęczony huśtawką między agresywnymi odpływami kapitału (z akcji, surowców i innych walut) do dolara, a chwilowymi paroksyzmami apetytu na ryzyko. W Wielki Piątek czeka nas raport najwyższego kalibru z rynku pracy w USA, czyli zmiana zatrudnienia wg NFP. Z racji, że będą to pierwsze od zamknięcia rządu w USA „czyste” i opublikowane bez opóźnień dane, niespodzianki mogą przynieść rekordowy skok zmienności w dowolnym kierunku. W kraju mamy nieduże osłabienie złotego – USDPLN zbliża się do 3,74, a EURPLN oscyluje wokół 4,29. Polska waluta nie jest szczególnie słaba. Do marcowych minimów zostało ponad 2 grosze. Czy dojdzie do ich wybicia? Tak, jeżeli sytuacja w Iranie będzie zmierzać w stronę dalszej eskalacji. Warto wziąć pod uwagę, że okres wielkanocny tradycyjnie wiąże się z niską płynnością, a okolice 6-7 kwietnia mogą okazać się krytyczne dla scenariusza wokół Iranu, co może prowokować inwestorów do „wyprzedzającej reakcji”. Złotówce nie pomagają różne hasłowe skróty... SAFE 0, veto SAFE a teraz CPN. Z okazji Świąt, życzymy sobie wszyscy spokoju i wzrostów. Tych duchowych w pierwszej kolejności.


 Marcin Lau
Główny Analityk Phinance S.A.

Powyższy komentarz nie jest rekomendacją w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku. Został on sporządzony w celach informacyjnych i nie powinien stanowić podstawy do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Ani autor ich opracowania, ani Phinance S.A., nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym komentarzu. Kopiowanie bądź powielanie niniejszego opracowania bez podania źródła jest niezgodne z prawem.

Komentarz wyraża wiedzę oraz poglądy autora według stanu na dzień sporządzenia. Został on sporządzony z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autora za wiarygodne.

Inwestycja w fundusz inwestycyjny jest obciążona wieloma czynnikami ryzyka np. między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju i międzynarodową, określonym stanem prawnym i możliwością jego zmian, a także tendencjami zachodzącymi w innych segmentach rynku finansowego (m.in. rynki walutowe, stopy procentowe) czy towarowego.

Żaden fundusz inwestycyjny nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik funduszu inwestycyjnego powinien mieć świadomość możliwości osiągnięcia zysku, ale również poniesienia straty.

Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej zalecane jest zapoznanie się z prospektem informacyjnym danego funduszu oraz kluczowymi informacjami dla inwestorów lub z analogicznym dokumentem, opisującym ryzyka związane z inwestowaniem w dany instrument finansowy.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego komentarza lub jego części bez pisemnej zgody Phinance S.A. jest zabronione.



KONTAKT



Grzegorz Kaliszuk

Dyrektor Departamentu Produktów Inwestycyjnych

Kom: +48 600 241 457

Mail: grzegorz.kaliszuk@phinance.pl



Marcin Lau

Główny analityk Phinance S.A.
Makler papierów wartościowych nr licencji 1790

Kom: +48 666 011 113

Mail: marcin.lau@phinance.pl