

# SPOJRZENIE NA RYNEK

**Materiał powstał we współpracy z:**



Przedstawiamy piątą z sześciu wydań drugiej serii opracowania analitycznego Domu Inwestycyjnego Xelion: „Spojrzenie na rynek”. To materiał przygotowany wspólnie z Partnerami Gold konferencji **Warsaw Investment Summit 2025** – nowego wydarzenia, które wnosi świeże spojrzenie na świat finansów.

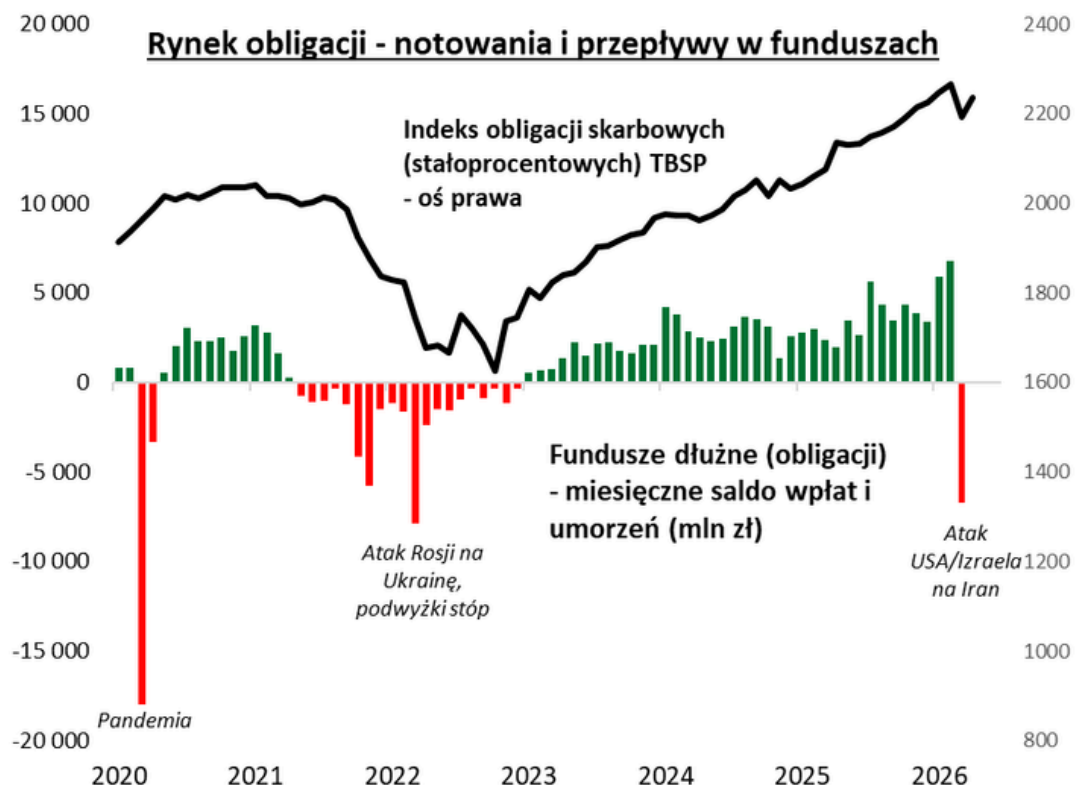
**Warsaw Investment Summit** to wyjątkowe wydarzenie, które przyciąga liderów rynku, inwestorów i decydentów zainteresowanych pogłębianiem wiedzy oraz praktycznymi analizami dotyczącymi świata finansów.

## MIMO WOJNY W IRANIE RYNKOWY KRAJOBRAZ Z LICZNYMI POZYTYWAMI

W pierwszych miesiącach 2026 roku nie zabrakło ani nowych rekordów na rynkach akcji, obligacji i złota, ani też podwyższonej zmienności, związanej z wojną w Iranie i skokiem cen ropy naftowej. Jak wygląda rynkowy krajobraz na początku II kwartału?

### RYNEK OBLIGACJI

Marzec przerwał nagle trwającą od miesięcy świetną passę na rynku polskiego długu. Widać to choćby na podstawie danych dotyczących funduszy inwestycyjnych. Jeszcze w lutym do funduszy dłużnych napłynęło netto ponad 6,7 mld zł nowych środków i był to 38. miesiąc z dodatnim saldem. Niemal dokładnie taka sama kwota ... odpłynęła nagle w marcu. W krótkim czasie rynek przeszedł więc z rekordowych napływów do silnych odpływów.



Źródło: Quercus TFI S.A., IZFiA, GPW.

Marzec 2026 przyniósł saldo wpłat i umorzeń najłabsze od ... marca 2022. Wtedy – po ataku Rosji na Ukrainę – ucieczka kapitałów miała potem potrwać (choć już w wolniejszym tempie) jeszcze przez 9 miesięcy. Wtedy inwestorzy uciekali przede wszystkim dlatego, że Rada Polityki Pieniężnej była zmuszona szybko podnosić stopy procentowe w pogoni za wymykającą się spod kontroli inflacją, a wyższe stopy to presja na wyższe rentowności obligacji i tym samym niższe ich ceny (szczególnie w przypadku instrumentów o stałym oprocentowaniu).

Czy obecnie jest ryzyko powtórki takiego scenariusza? Podobieństwo polega na tym, że wraz z marcowym skokiem cen ropy i paliw zaczęto obawiać się wyższej inflacji i bardziej jastrzębiego nastawienia banków centralnych. Są też jednak zasadnicze różnice względem sytuacji sprzed czterech lat. Po pierwsze oczekiwany wzrost inflacji ma charakter głównie podaży i prawdopodobnie przejściowy, podczas gdy kilka lat temu skok inflacji rozpoczął się już nawet przed wybuchem wojny w Ukrainie, a przyczyną była nadmierna stymulacja monetarno-fiskalna z czasów pandemii (rządy i banki centralne przesadziły wtedy z zalewaniem gospodarek płynnością).

Druga różnica jest jeszcze wymowniejsza. O ile w marcu 2022 inflacja zdążyła przekroczyć 7 proc., a RPP była mocno spóźniona z podwyżkami stóp, to obecnie – przy bardzo podobnym poziomie stóp – inflacja nawet po problematycznym marcu wynosi raptem 3 proc. rok do roku. W efekcie, w odróżnieniu od 2022 roku rynek oczekuje teraz nie tyle serii podwyżek stóp, lecz – przynajmniej na razie – braku/odłożenia w czasie wcześniej zakładanych obniżek. A po odblokowaniu Cieśniny Ormuz i spodziewanym cofnięciu cen ropy (które już się zresztą rozpoczęło) temat obniżek stóp może powrócić.

Początek II kwartału przynosi na rynku obligacji oznaki stabilizacji. Pierwszy w kwietniu przetarg papierów skarbowych przyniósł wyższe ceny oferowanych instrumentów i niższe rentowności w porównaniu z marcem.

Jeśli chodzi o krajowe obligacje, to warto jeszcze dodać, że obok instrumentów o największej wrażliwości na zmiany oczekiwań odnośnie stóp procentowych są jeszcze papiery o zmiennym oprocentowaniu, które akurat będą korzystały na mniej gołębiim nastawieniu RPP. A oprócz „skarbówek” fundusze dłużne inwestują też niekiedy w obligacje korporacyjne (emitowane przez firmy). W ich przypadku oprocentowanie i rentowność są jeszcze bardziej konkurencyjne względem lokat bankowych. Średnia rentowność „korporatów” notowanych na rynku GPW Catalyst powróciła na koniec marca powyżej 6 proc., podczas gdy średnie oprocentowanie nowych lokat bankowych to, wg danych NBP, raptem niewiele ponad 3 proc.

## **AKCJE GLOBALNE**

Marzec 2026 przyniósł globalnym rynkom akcji korektę najgłębszą od kwietnia 2025. Podczas gdy wtedy impulsem do przeceny były drastyczne podwyżki ceł ogłoszone przez prezydenta Trumpa, tym razem pretekstem stał się skok cen ropy na skutek ataku USA i Izraela na Iran.

I podobnie jak wtedy rynki zaczęły równie szybko odrabiać straty, gdy tylko pojawiły się pierwsze oznaki deeskalacji. Podczas gdy jeszcze w końcówce marca amerykański indeks S&P 500 spadał o prawie 9 proc. względem szczytu (a w przypadku rynków wschodzących i europejskich skala przeceny sięgnęła nawet kilkunastu procent), to w połowie kwietnia odrobił cały ubytek i sięgnął po nowe rekordy. Czyżby takie gwałtowne zwroty wydarzeń miały stać się już normą w dobie rządów prezydenta Trumpa? Z pewnością przynoszą one ciekawe okazje dla wytrawnych inwestorów i zarządzających.

Siłą napędową amerykańskich akcji pozostaje utrzymujący się silny wzrost zysków tamtejszych korporacji. Wg wstępnych szacunków analityków I kwartał był już szóstym kwartałem z dwucyfrową poprawą EPS (zysku na akcję) indeksu S&P 500. Mimo skutków wyższych (przejsciowo?) cen paliw, optymistyczne pozostają też prognozy na cały ten i przyszły rok.

Jeśli można na coś narzekać w tym sprzyjającym dla akcji w USA otoczeniu, to chyba głównie na poziom wycen. O ile w trakcie marcowej zawieruchy można było mówić o pewnym uatrakcyjnieniu wskaźników P/E, to wg stanu na połowę kwietnia na Wall Street zrobiło się znów relatywnie drogo. Można zakładać, że w dalszej części roku znów pojawić się mogą okazje do tańszych zakupów.



Źródło: Quercus TFI S.A., S&P Global, Yardeni Research.

## AKCJE POLSKIE

Polski rynek akcji jeszcze szybciej niż indeksy zagraniczne otrząsnął się z marcowej korekty. W momencie pisania tego komentarza indeks WIG jest już zaledwie o krok od znalezienia się 200 proc. powyżej dołka z jesieni 2022, czyli punktu, w którym wystartowała obecna hossa na GPW.

Obecna hossa na polskiej giełdzie przerosła już wszystkie rynki byka z ostatnich niemal dwóch dekad, kiedy to zwyczajka WIG trwała za każdym razem wyraźnie krócej. Poprzednio z tak silną i długotrwałą wspinaczką mieliśmy do czynienia jeszcze w okresie „epokowej” hossy z lat 2002-2007. Co ciekawe, tempo obecnej wspinaczki jest niezwykle zbliżone do tamtych czasów. Gdyby WIG miał się trzymać tamtej ścieżki, to miałby szansę znaleźć się ponad ... 400 procent na plusie, licząc od dołka z 2022. Czyżby historia miała się powtórzyć?



Źródło: Quercus TFI S.A., GPW.

Oczywiście obecna sytuacja pod wieloma względami różni się od tamtych realiów, w których polska gospodarka otrzymała potężny impuls rozwojowy po wstąpieniu naszego kraju do Unii Europejskiej w 2004 roku, a otwarte fundusze emerytalne (OFE) przeżywały okres największej świetności. Z drugiej strony, teraz mamy zastrzyk kapitału z KPO, a rosnące aktywa PPK są przynajmniej namiastką roli, jaką na GPW pełniły niegdyś OFE.

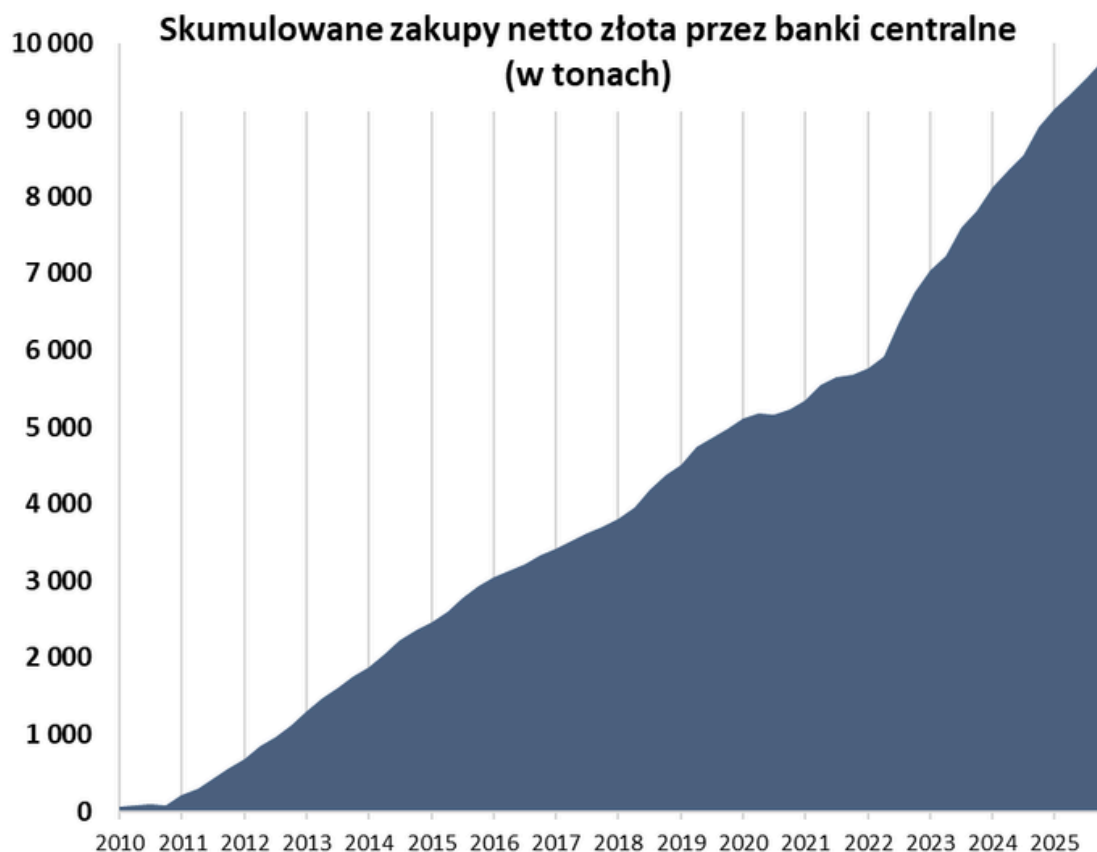
Póki co nie można szczególnie narzekać na poziom wyceny polskich akcji. Na koniec marca wskaźnik ceny do prognozowanych zysków dużych spółek na GPW niewiele przekraczał 10, a współczynnik ceny do wartości księgowej wynosił ok. 1,7, czyli niewiele ponad połowę wartości ze szczytu wspomnianej wielkiej hossy z połowy 2007 roku.

Co mogłoby poważnie zaszkodzić trendowi wzrostowemu? Jako czynnik ryzyka traktować można projekcje NBP przewidujące szczyt dynamiki PKB w IV kwartale 2026, wraz ze szczytem inwestycji związanych ze wspomnianym KPO. WIG historycznie bywał mocno wrażliwy na wahania tempa wzrostu gospodarczego. Z drugiej strony, wraz z każdą kolejną projekcją NBP termin szczytu dynamiki PKB odsuwa się w czasie.

## ZŁOTO

Również notowania złota i ogółem metali szlachetnych nie uniknęły turbulencji w marcu, pod wpływem zmieniających się nagle oczekiwań rynkowych odnośnie stóp procentowych (bardziej „jastrzębia” polityka banków centralnych nie byłaby korzystna dla cen kruszców). Marzec przyniósł rekordowy odpływ kapitału z funduszy rynku złota na świecie, choć trzeba też dodać, że równie rekordowe były wcześniejsze napływy. Co ciekawe I kwartał jako całość zamknął się bardzo pozytywnie na tym rynku.

Mimo dość nerwowych ruchów gorącego kapitału spekulacyjnego, inne źródła popytu na złoto pozostają dużo stabilniejsze. Od lat jednym z nich są banki centralne. Z naszych wyliczeń w oparciu o dane WGC wynika, że od początku 2010 roku banki centralne skupiły netto prawie 10 tysięcy ton złota (!). Prym wiodą tu przede wszystkim instytucje z niektórych rynków wschodzących (z kolei w przypadku wielu gospodarek wysoko rozwiniętych złoto od dawna ma kluczowe znaczenie w rezerwach walutowych). Jednym z liderów zakupów w ostatnich kilku latach jest ... nasz NBP.



Źródło: Quercus TFI S.A., World Gold Council.

Reasumując, mimo zawieruchy związanej z wojną w Iranie, pierwsze miesiące 2026 przynoszą nowe rekordy na rynkach akcji, obligacji i złota.

### **Spojrzenie na rynek okiem Michała Poleszczuka, Analityka w Zespole Analiz i Doradztwa Inwestycyjnego, Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o.**

Opracowanie przygotowane przez Quercus TFI stanowi kompleksowy przegląd położenia, w jakim dziś znajdują się rynki kapitałowe. Szczególny nacisk położono na poziomy wycen aktywów po marcowej korekcie wywołanej zaostreniem konfliktu w regionie Zatoki Perskiej. Raport w przekrojowy sposób łączy ocenę fundamentalnych czynników wspierających poszczególne klasy aktywów, od akcji, przez obligacje, po surowce, z analizą przepływów kapitału do funduszy inwestycyjnych. Autorzy trafnie wskazują, że obserwowana zmienność ma charakter przejściowy i nie podważa ogólnie korzystnego obrazu rynkowego. W części dotyczącej długu podkreślono różnice względem scenariusza z 2022 roku, natomiast w segmencie akcyjnym silne fundamenty spółek amerykańskich, co potwierdza przebiegający na Wall Street sezon wynikowy. Pozytywnie oceniono także niezwykle silny ostatnio parkiet warszawski, pozostający w trendzie wzrostowym przy wciąż umiarkowanych poziomach wycen. W odniesieniu do złota zaakcentowano trwały popyt instytucjonalny, równoważący krótkoterminową zmienność. Całość utrzymana jest w tonie umiarkowanego optymizmu, a publikacja, dzięki odpowiedniemu poziomowi ogólności, stanowi wartościowy materiał dla klientów samodzielnie analizujących perspektywy rynkowe.

## Zastrzeżenia prawne:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie (02-595) przy ul. Puławskiej 107, wpisany do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS: 000061809 („DI Xelion”). DI Xelion prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia udzielonego przez Komisję Nadzoru Finansowego i podlega nadzorowi tego organu. Wymagane przepisami prawa informacje o DI Xelion oraz świadczonych usługach, w tym o pełnej ofercie DI Xelion i pozostałych funduszach, ryzyku związanym z oferowanymi instrumentami finansowymi udostępniane są na stronie internetowej [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) lub przed rozpoczęciem świadczenia usługi.

Niniejsze opracowanie:

- zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym;
- jest udostępniane w jednakowym brzmieniu wszystkim Klientom za pośrednictwem strony [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl);
- nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego;
- nie zostało sporządzone na podstawie zlecenia ze strony Klienta ani w wykonaniu usług świadczonych na rzecz Klienta na podstawie umowy z DI Xelion;
- nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego ani nie stanowi rekomendacji nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w ramach tej usługi;
- nie stanowi również informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną, ani rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Materiał zawiera treści sporządzone niezależnie od dokonanej przez DI Xelion oceny indywidualnej sytuacji Klienta (m.in. poziomu wiedzy o inwestowaniu w zakresie instrumentów finansowych, doświadczenia inwestycyjnego) oraz nie uwzględnia sytuacji finansowej, potrzeb, cech i celów inwestycyjnych Klienta. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Partner, autorzy ani DI Xelion nie gwarantują jednak poprawności, kompletności i dokładności tych informacji. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem i oznacza, że inwestor może utracić część lub całość zainwestowanych środków. Stopień ryzyka zależy od rodzaju i klasy aktywów będących przedmiotem inwestycji. Przed podjęciem decyzji inwestycyjnej inwestor powinien, oprócz prognozy potencjalnego zysku, określić także czynniki ryzyka, jakie mogą wiązać się z daną inwestycją. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie stanowią wobec kogokolwiek zapewnień ani zobowiązań natury prawnej ze strony DI Xelion, nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez DI Xelion lub do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej.

---

Właścicielem i wydawcą materiału jest DI Xelion. Wszelkie prawa są zastrzeżone. Zabronione jest wykorzystywanie materiału w działalności gospodarczej innej niż działalność DI Xelion. Udostępnienie niniejszego materiału nie jest równoznaczne z przeniesieniem przez DI Xelion majątkowych praw autorskich do niniejszego materiału oraz nie stanowi udzielenia licencji do jego wykorzystywania. Zabroniona jest dekompozycja, dekompilacja, dezintegracja czy też zmiana struktury materiału.