


Alert rynkowy

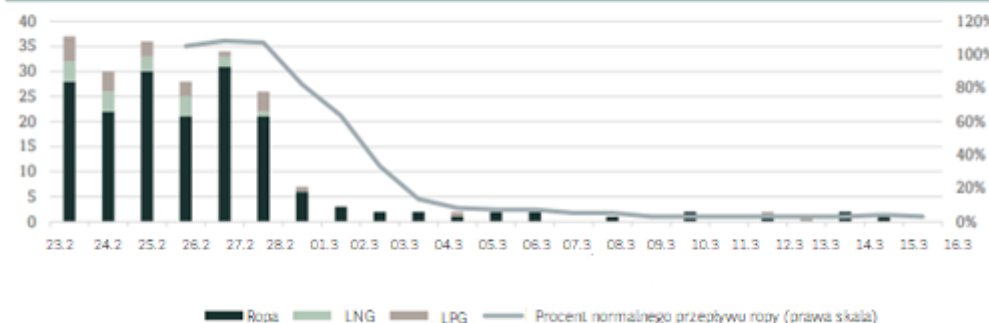
 Obserwuj
 @BM_BNPParibas

 2026-03-24 14:25 

WOJNA NA BLISKIM WSCHODZIE

Obniżamy nasze krótkoterminowe nastawienie względem globalnego rynku akcji do neutralnego. Obserwujemy zwiększoną liczbę czynników ryzyka, które w najbliższych tygodniach mogą przekładać się na wysoką zmienność notowań. Przede wszystkim jest to niepewność odnośnie wydarzeń geopolitycznych (wojna Izraela i USA z Iranem), która skutkuje rosnącymi cenami surowców energetycznych (ropa i gaz, paliwa), ale także m.in. droższymi nawozami. Z uwagi na zwiększające się ryzyko po stronie powrotu inflacji narastają oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz Europie, co z kolei prowadzi do wyższej rentowności obligacji skarbowych, ciężąc wycenom akcji. Im dłużej trwa konflikt z Iranem i mamy do czynienia z blokadą cieśniny Ormuz, tym szybciej rosną naszym zdaniem ryzyka dla utrwalenia się wyższej inflacji i pogorszenia perspektyw gospodarczych. Przyjmujemy więc bardziej defensywne pozycjonowanie w naszych rekomendacjach, obniżając także perspektywy dla obligacji korporacyjnych bez ratingu (tzw. high-yield) do negatywnej, a ocenę obligacji państw rozwijających się (*emerging markets*) obniżamy z pozytywnej do neutralnej. Bez zmian pozostaje nasza opinia odnośnie obligacji skarbowych – podtrzymujemy preferencje do krótko oraz średnioterminowego długu. Wśród akcji obniżamy nastawienie względem Europy, Japonii oraz *Emerging Markets*. Sektorowo jesteśmy bardziej ostrożni względem branży finansowej, natomiast podtrzymujemy przeważenia dla ochrony zdrowia, spółek przemysłowych oraz *utilities*. Na chwilę obecną ekonomia BNP Paribas są w trakcie rewizji prognoz dla amerykańskiego dolara (poprzedni poziom docelowy 1,20 na koniec 2026 r.), a ostatnia prognoza dla EUR/PLN to konsolidacja pomiędzy 4,20 a 4,30. W dalszym ciągu jesteśmy również pozytywnie nastawieni do złota widząc szczyt do końca br. powyżej 6 000 USD za uncję.

Przeływ surowców przez Cieśninę Ormuz



Źródło: BNP Paribas, Morgan Stanley

Cena ropy naftowej typu Brent utrzymuje się powyżej 100 USD za baryłkę, co oznacza wzrost o ponad 70% od początku roku. Pomimo licznych sugestii ze strony prezydenta USA, Donalda Trumpa, oceniamy, że prawdopodobieństwo szybkiego zakończenia wojny stopniowo maleje. Efektywne zamknięcie Cieśniny Ormuz na więcej

niż kilka tygodni jest scenariuszem gorszym, niż przewidywaliśmy w naszych pierwotnych prognozach. Co więcej, z powodu zakłóceń w ruchu tankowców oraz ataków na instalacje wydobywcze i rafineryjne, państwa Zatoki Perskiej wstrzymują lub ograniczają produkcję ropy i gazu. Przerwa w dostawach jest zatem realna, a naprawy instalacji uszkodzonych przez Iran i powrót produkcji do poziomów sprzed konfliktu może zająć więcej czasu, niż pierwotnie zakładano. Choć w przypadku deeskalacji ceny mogą szybko spaść, nasz pierwotny scenariusz powrotu do przedziału

60–70 USD przed końcem roku stał się nierealistyczny. **W przypadku szybkiego zakończenia wojny, nasza fundamentalna ocena dla ropy naftowej byłaby obecnie w zakresie 70–80 USD.**

Cena powyżej 100 USD (a zwłaszcza powyżej 120 USD) utrzymująca się przez ponad dwa miesiące, dramatycznie zwiększyłaby prawdopodobieństwo recesji, nawet w Stanach Zjednoczonych. **Gospodarka USA jest relatywnie bardziej odporna dzięki byciu eksporterem energii netto.** Choć szok cenowy uderzy w dochody konsumentów, może natomiast stymulować wydatki inwestycyjne w krajowe wydobywanie. Ponadto chwilowym wsparciem dla dynamiki PKB będą rosnące wydatki zbrojeniowe. **Europa pozostaje bardziej wrażliwa na szok energetyczny** – import ropy i gazu z Bliskiego Wschodu oznacza szybszy wzrost cen energii w Europie niż w USA. Oczekiwania na szybszą poprawę koniunktury w Europie w 2026 r. bazowały na rosnących wydatkach infrastrukturalnych oraz na obronność. Kategorie te są jednak relatywnie bardziej energochłonne, przez co utrzymanie się wysokich cen paliw i energii może mocniej ciążyć na koniunkturze gospodarczej na Starym Kontynencie. Ekonomiści BNP Paribas szacują negatywny wpływ utrzymania się cen ropy powyżej 100 USD/bbl przez 3-6 miesięcy na -1 pkt. proc. dla strefy euro. W przypadku rynków wschodzących (Emerging Markets) wysokie ceny ropy również oznaczają ryzyko stagflacji. Najbezpieczniejsi są eksporterzy (Kolumbia, Brazylia), najbardziej narażeni importerzy (Korea Płd., Indie, region CEEMEA).

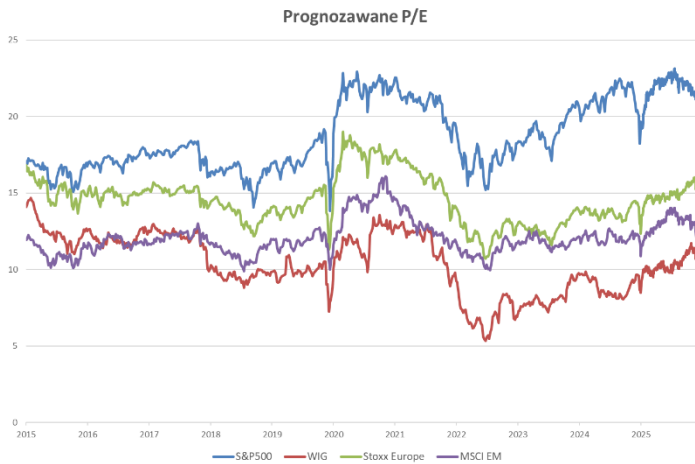
Jeżeli chodzi o perspektywy dla inflacji, to surowce energetyczne stanowią ok. 3% indeksu CPI i 2% indeksu PCE w Stanach Zjednoczonych. Skok cen surowców przełoży się więc widocznie na publikowane dane. Zwracamy przy tym uwagę, że obecnie dynamiki inflacji w USA, jak i w Europie są znacząco niższe niż na początku 2022 r. Wtedy szok energetyczny z powodu wojny na Ukrainie nałożył się na trwające już mocne odbicie cen po COVID-19. Inflacja bazowa powinna być więc bardziej odporna na rosnące ceny surowców, chyba że wysokie ceny ropy utrzymają się na tyle długo, by wywołać efekty wtórne. Ekonomiści BNP Paribas szacują, że obecny szok cenowy wpłynie na wzrost inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych o 0,5 pkt. proc. i inflacji bazowej o 0,3 pkt. proc., co oznacza dynamiki inflacji CPI i bazowej na koniec roku odpowiednio na poziomie 3,3% oraz 3,2%. Wielkość tych zmian pozwala na podtrzymanie naszych przewidywań, że **amerykańska Rezerwa Federalna będzie chciała „przeczekać” ten wzrost i nie zmieni poziomu stóp procentowych.** Z kolei ekonomiści BNP Paribas prognozują, że **utrzymanie się cen ropy powyżej 100 USD/bbl zwiększa prawdopodobieństwo rozpoczęcia podwyżek stóp w strefie euro od czerwca w skali 75 pb. do końca bieżącego roku.**



Przedłużający się okres odwrotu od ryzyka na rynkach finansowych może oznaczać aprecjację amerykańskiego dolara. Przy równoczesnych obawach o podwyżki stóp procentowych przez Fed, jak i lokalne banki centralne, decydujemy się **obniżyć ocenę dla obligacji rynków wschodzących w walutach lokalnych do neutralnej. Obniżamy także ocenę obligacji korporacyjnych (high yield) do negatywnej.** Ryzyko dla słabszych emitentów ze strony gorszej koniunktury gospodarczej oraz wyższych kosztów działalności rośnie, a spready kredytowe, czyli premia za ryzyko, wzrosły jedynie nieznacznie.

Wybór Modżtaba Chamenei, postrzeganego jako radykalnego i reprezentującego twardą linię w polityce, na nowego najwyższego przywódcę Iranu nie wskazuje na chęć zakończenia działań wojennych. Pomimo pojawiających się spekulacji o możliwym zakończeniu konfliktu, częste zmiany komunikacji ze strony administracji USA zwiększają niepewność odnośnie do rozwoju sytuacji. W związku z tym dostrzegamy rosnące zagrożenia dla prognoz wzrostu w regionach najbardziej uzależnionych od importu energii. Ponadto wyższe koszty energii będą miały krótko- i potencjalnie długofalowy wpływ na konsumpcję, pełniąc rolę dodatkowego podatku. Oceniamy więc, że **stosunek zysku do ryzyka na rynku akcji pogorszył się w krótkim terminie, stąd nasza obniżka nastawienia do neutralnego.**





wyjątkiem Chin), przeważamy natomiast rynki Ameryki Łacińskiej, jako beneficjentów wyższych cen surowców.

Podtrzymujemy neutralne nastawienie względem amerykańskiego rynku akcji. Z jednej strony jako eksporter energii, USA powinny być relatywnie odporne w obecnym otoczeniu, z drugiej strony poziom wycen na tamtejszym rynku jest nadal wysoki. Obniżamy nastawienie do europejskich rynków akcji do Niedoważaj – kluczowym argumentem jest wysoka ekspozycja na ceny gazu LNG i historycznie słabe wyniki podczas szoków energetycznych. Z podobnych powodów obniżamy nastawienie do neutralnego dla Japonii (duże uzależnienie od importu energii) i rynków rozwijających się (*emerging markets*). W szczególności niedoważamy rynki azjatyckie (z

Szoki na rynku ropy mają większy wpływ na europejski rynek akcji

Wydarzenie	Początek (szczyt)	Koniec (dolek)	Czas trwania (dni)	Zmiana S&P 500 (%)	Zmiana Stoxx Europe 600 (%)	Zmiana cen ropy (%)
Pierwsza wojna w Iraku (1991)	24.12.1990	16.01.1991	23	-5,4%	-6,8%	18,2%
Druga wojna w Iraku (2003)	14.01.2003	12.03.2003	57	-14,2%	-21,5%	18,5%
Naloty na Libię (2011)	18.02.2011	10.08.2011	173	-18,6%	-24,8%	23,1%
Inwazja na Ukrainę	04.01.2022	12.10.2022	281	-24,5%	-21,3%	45,8%
Naloty na Huti w Jemenie (2024)	02.01.2024	02.02.2024	31	-2,1%	-3,5%	16,8%
Epicka Furia	28.02.2026	?	9	-2,0%	-7,1%	44,5%
Średnia			113	-11.3%	-14.2%	

Źródło: BNP Paribas, Bloomberg

Pod kątem nastawienia sektorowego zwracamy uwagę, że wyższe ceny energii stanowią ryzyko dla sektorów związanych z konsumpcją. Podtrzymujemy w związku z tym negatywne nastawienie do branży dóbr podstawowych (*consumer staples*), a wśród dóbr konsumpcyjnych niedoważamy branże samochodową, media oraz biznesy usługowe i turystyczne. Na początku tego roku zmieniliśmy rekomendację dla sektora energetycznego na „neutralnie” i sugerowaliśmy skupienie się na sprzęcie i usługach naftowych. Krótkoterminowymi beneficjentami są zachodni producenci nawozów oraz metale niezbędne w walce elektronicznej w obliczu zakłóceń dostaw i niestabilności geopolitycznej. Wiele podsektorów przemysłowych pozostaje atrakcyjnych ze względu na zwiększone wydatki krajów Zachodu na obronność i infrastrukturę. Spowolnienie wzrostu uderza w kredyty o niskim ratingu i kredyty prywatne, co widać po zwiększonych umorzeniach w funduszach *private credit* i akcji. Pogarszający się klimat geopolityczny obniża zaufanie i płynność; w rezultacie obniżamy ocenę amerykańskich instytucji finansowych do „Niedoważaj”. W Europie, mimo mniejszej ekspozycji na rynki prywatne, obniżamy rekomendację dla banków i usług finansowych do „Neutralnie”, zauważając, że niskie wyceny i silne bilanse mogą nie uchronić przed dalszymi spadkami rynkowymi lub słabszymi zyskami w przypadku zmiany cyklu gospodarczego.

W przypadku rynku złota, ekonomiści BNP Paribas podtrzymujemy prognozy z końca lutego dotyczące średniej ceny w 2026 r. na poziomie 5 620 (+27% vs poprzednia projekcja), a średnia cena w 2027 r. widziana jest na poziomie 6 060 USD (+23%), przy czym szczytu notowań spodziewamy się w 4Q'26 na poziomie 6 250 USD/t, a następnie w 2027 r. oczekiwana jest konsolidacja cen. Oceniamy, że mocna korekta cen złota w ostatnich dniach była spowodowana rynkowymi umorzeniami z funduszy ETF – inwestorzy w obliczu zmienności rynkowej sprzedawali wszystkie pozycje, nawet te najbezpieczniejsze. Ponadto obawy mogła wzbudzić aprecjacja amerykańskiego dolara i rosnące rentowności obligacji skarbowych, co uatrakcyjnia ich postrzeganie jako bezpiecznego aktywa, w porównaniu do złota. **Oceniamy jednak te spadki jako przereagowanie, a poziomy wyprzedania złota są zbieżne z poprzednimi momentami lokalnych minimów.**

Z poważaniem

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego

NOTA PRAWNA

Nadzór nad Biurem Maklerskim BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Grzybowskiej 78, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej BM) dla klientów BM wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta BNP Paribas Bank Polska S.A. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Publikacja udostępniana jest na stronie internetowej BNP Paribas Bank Polska. i nie posiada daty ważności. Niniejsza publikacja jest publikacją handlową o której mowa w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. i nie została ona przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega ona żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A., ul. Grzybowska 78, 00-844 Warszawa - BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Kasprzaka 2, 01-211 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod nr KRS 0000011571, posiadający NIP 526-10-08-546 oraz kapitał zakładowy w wysokości 147 880 491 zł, w całości wpłacony.

