

# Barometr Inwestycyjny Xelion



**AUTORZY:**

**Kamil Cisowski, CFA,**  
Dyrektor Analiz  
i Doradztwa Inwestycyjnego

**Patryk Pyka,**  
Doradca Inwestycyjny (nr licencji 611)

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

Maj okazał się czwartym w tym roku wzrostowym miesiącem na globalnych rynkach akcji. Olbrzymiej większości z nich udało się odrobić kwietniowe straty, na bardzo wielu w trakcie miesiąca mieliśmy okazję zobaczyć nowe historyczne szczyty. To powiedziawszy, miesiąc nie przebiegał bez turbulencji - szczególnie jego końcówka ponownie miała korekcyjny charakter. W USA nie było to tak bardzo widoczne za sprawą nVIDIi - na fali świetnego raportu spółka podrożała w maju o kolejnych 27% i w momencie publikacji kolejnego Barometru ma realną szansę być wartą więcej niż Apple i Microsoft. Amerykańskie indeksy dźwiga jednak w narastającym stopniu samotnie, Magnificent 7 zamieniło się w Magnificent 1, co w oczywisty sposób nie jest sytuacją możliwą do utrzymania.

Do momentu publikacji wyników nVIDIi zachowanie większości aktywów mocno przypominało to z kwietnia - zgodnie z naszymi oczekiwaniami niezwykle silnie rosti srebro, wciąż rewelacyjnie na tle innych globalnych indeksów wyglądał Hang Seng. Później, także za sprawą końca short squeeze na miedzi, większość gwiazd początku 2Q2024 zaczęła mocno blednąć, ale traktujemy to jako naturalny ruch korekcyjny po tak silnych wzrostach, który wkrótce powinien wyczerpać swój potencjał, w przypadku giełd azjatyckich przynajmniej w ujęciu relatywnym. **Zwracamy natomiast uwagę, że maj mógł okazać się przełomowy dla sektora czystej energii, co do którego w styczniu formułowaliśmy spore nadzieje na ten rok.** Zachowywał się on bardzo dobrze jeszcze przed początkiem silnych spadków rentowności amerykańskich obligacji skarbowych, spodziewamy się, że także dalsze otoczenie będzie dla niego sprzyjające.

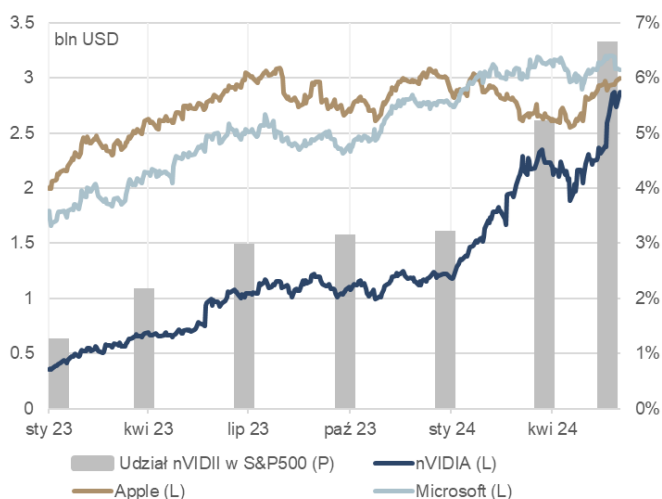
Końcówka maja i początek czerwca przyniosły dalsze pogorszenie danych z amerykańskiej sfery realnej. Wskaźnik ISM dla amerykańskiego przemysłu ponownie spadł, liczba wolnych miejsc pracy w badaniu JOLTS jest najniższa od trzech lat. Wskaźnik GDPNow publikowany przez Fed z Atlanty sugeruje już, że wzrost gospodarczy w 2Q2024 nie przekroczy 2% k/k saar. **Ostrzegawczy sygnał daje też ropa, która niemal w całości wymazała tegoroczne wzrosty, mimo że OPEC zamierza utrzymywać cięcia produkcji do października.** Silna przecena dwóch najważniejszych surowców przemysłowych sprawia, że podwyższamy nasze nastawienie do tej grupy aktywów do neutralnego, **ale w tym wypadku oznacza to po prostu, że ich wyceny na koniec grudnia nie będą znacząco różnić się od obecnych.**

Po ostatnim odreagowaniu w czerwcu utrzymamy jeszcze neutralne nastawienie do europejskiego i amerykańskiego długu skarbowego, ale w lipcu prawdopodobnie zmienimy je na pozytywne, także po to, by mocniej zaakcentować obawy o dalszy kierunek rynku akcji. **Podejrzewamy, że publikowane w tym miesiącu dane inflacyjne będą dalej rozwiewały obawy o uporczywość wzrostu cen, natomiast nad scenariuszem „braku lądowania” mogą zbierać się kolejne chmury.** Testem odporności giełd na niższy wzrost będzie druga połowa czerwca, gdy zaczną wygasać popyt na Wall Street związany z buybackami.

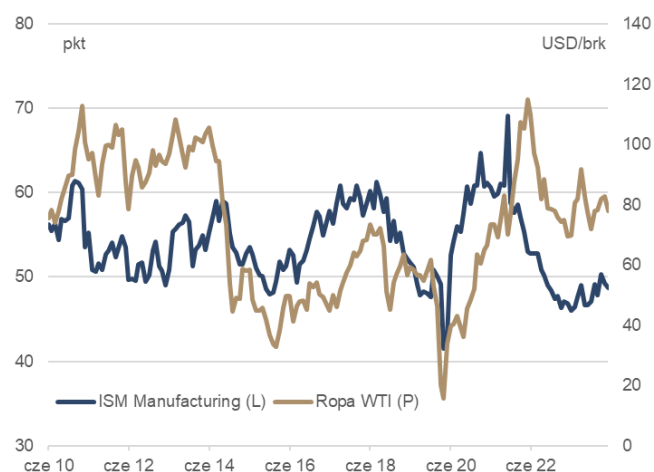
Pierwsze półrocze było trudniejsze niż można było oczekiwać dla większości funduszy dłużnych o wysokiej duracji, szczególnie tych zagranicznych. **Wierzymy, że drugie będzie dla nich znacznie lepsze.** Na rynku krajowym wiele będzie zależało od tego, czy RPP będzie uparcie trzymała się dotychczasowej retoryki. **Rosnąca liczba ekonomistów zwraca uwagę, że napływające dane dają Radzie mandat do obniżek przed końcem roku.** Podejmowanie ryzyka stopy procentowej ponownie zaczyna nabierać sensu, szczególnie, że inwestując w najbezpieczniejsze fundusze nie mówimy obecnie już o perspektywie wzrostu o 8-10% w ciągu najbliższych 12 miesięcy, a raczej 7-8%. Nawet jeżeli stopy pozostaną na dotychczasowym poziomie do grudnia, oczekiwania na znaczące cięcia w roku 2025 powinny rosnąć, w czym wsparciem będą naszym zdaniem główne banki centralne. **Uważamy, że EBC rozpocznie cykl w czerwcu, a FOMC we wrześniu.** Tworzy to bardzo sprzyjające otoczenie, by 3Q2024 był niezwykle dobry dla obligacji na całym świecie.

Jest jeszcze zbyt wcześnie, by podsumowywać sezon wynikowy w Warszawie, natomiast **rośnie naszym zdaniem zagrożenie, że WIG20, który już teraz wymazał znaczną część wzrostów, będzie w 3Q2024 przechodził poważne turbulencje.** Nie oznacza to jednak, że należy całkowicie zrezygnować z funduszy akcji polskich - spodziewamy się, że małe i średnie spółki będą radziły sobie znacznie lepiej, a wypracowana przez zarządzających funduszami alfa ulegnie zwiększeniu.

### nVIDIA pod względem wartości rynkowej dogoniła prawie Apple i Microsoft

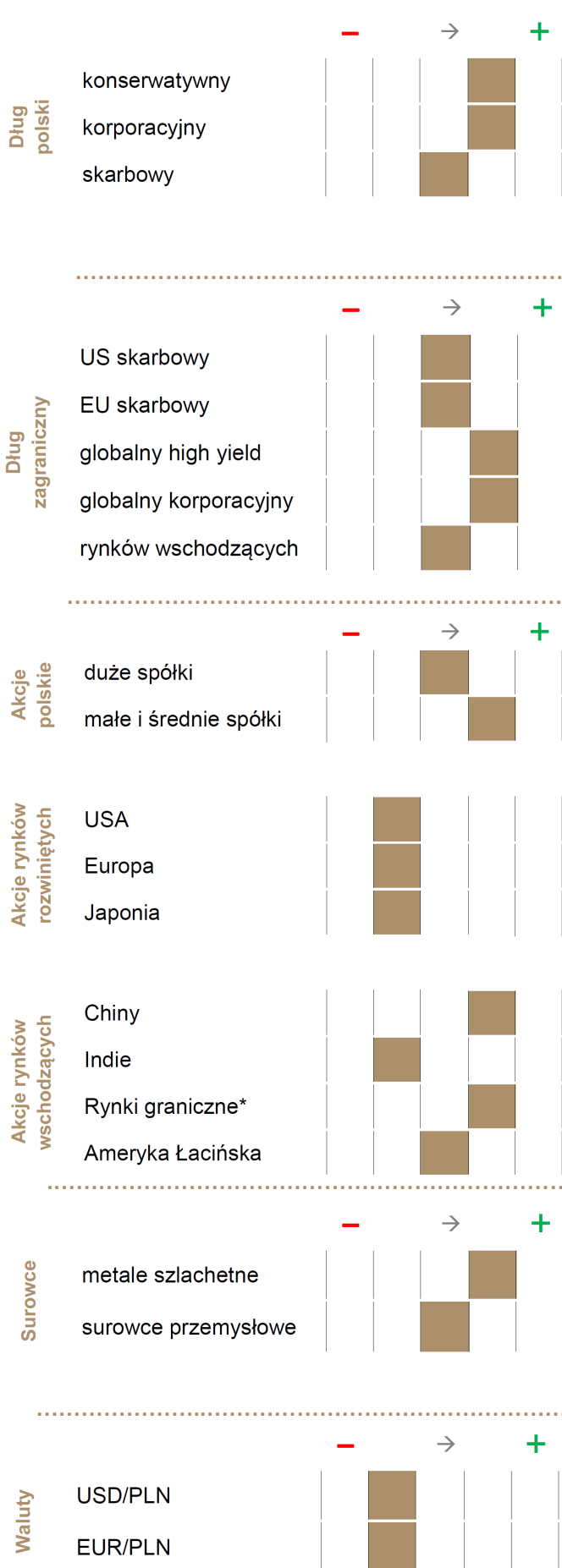


### Ropa i wskaźnik ISM dają sygnały ostrzegawcze



Źródło: Bloomberg, 05.06.2024 r.

## Pogląd na segmenty rynkowe



Utrzymywanie się inflacji w okolicach celu ma charakter tymczasowy i potrwa najpewniej do czerwca. Począwszy od lipca, częściowe odmrożenie cen energii dla gospodarstw domowych może podbić inflację CPI o ok. 1 pp. **Realizacja niższej ścieżki inflacyjnej w pierwszym półroczu nie wpłynie raczej na szybkie działania RPP, która w kolejnych miesiącach będzie wstrzymywać się od podejmowania decyzji o obniżce stóp, mimo to, że taka decyzja byłaby w naszej ocenie uzasadniona.** Rynek może zatem ulegać jeszcze przez jakiś czas wahaniom w obie strony. Uważamy jednak, że obecne poziomy rentowności obligacji skarbowych są już relatywnie atrakcyjne, jednak zważywszy na wspomnianą zmienność, nie ogłaszamy jeszcze, że przyszedł czas na fundusze obligacji skarbowych długoterminowych. **Ta perspektywa wydaje się jednak coraz bliższa, a właściwy moment nadejdzie zapewne w 3Q2024.**

Stosunkowo duża zmienność nie jest tylko domeną polskich skarbówek. W przypadku amerykańskich obligacji 10-letnich zakres zmiany rentowności w maju wynosił również kilkadziesiąt pb. Różnica między polskim, a zagranicznym rynkiem długu polega jednak na tym, że w tym drugim przypadku wizja przebiegu cyklu obniżek stóp procentowych jest zdecydowanie bardziej klarowna. **Utrzymujemy neutralne nastawienie do długu skarbowego US oraz EU, sygnalizując przy tym, że czas na podwyższenie oceny w przypadku tej klasy aktywów zbliża się wielkimi krokami.**

Zastrzegamy przy tym, że zmiana nastawienia do długu skarbowego nie musi być jednoznaczna z obniżeniem oceny dla długu korporacyjnego - naszym zdaniem obniżki stóp procentowych na rynkach bazowych będą podyktowane głównie odzyskaniem kontroli nad inflacją, nawet ostatnie pogorszenie danych nie sygnalizuje w żaden sposób recesji. **Nie spodziewamy się zatem w najbliższym czasie zjawisk gwałtownego rozszerzenia się spreadów kredytowych.**

Druga połowa maja i początek czerwca przyniosły dość wyraźną korektę w Warszawie, zgodnie z naszymi oczekiwaniami widoczną przede wszystkim na dużych spółkach. Czerwiec ma szansę przynieść odciążenie, przynajmniej w ujęciu relatywnym do innych rynków, ale z początkiem lipca będziemy być może zmuszeni, by zmienić nasze nastawienie do nich na umiarkowanie negatywne. Nasze nastawienie do funduszy akcji polskich stanie się tym samym neutralne - coraz trudniej mówić, że na GPW jest tanio, wyceny zaczynają wydawać się po prostu przeciętne.

**nVIDIA właściwie samodzielnie „naprawiła” w maju wyniki na globalnych rynkach rozwiniętych.** Spółki nie ma już pewnie sensu porównywać do jakichkolwiek innych, ale stała się bardzo droga nawet gdy zastosujemy obecne wyceny wskaźnikowe do jej własnej historii. W tej sytuacji nawet niewielki pretekst grozi poważną korektą, potencjalnie uderzającą w cały sektor półprzewodników i szkodzącą wyraźnie nie tylko rynkowi amerykańskiemu, ale też np. japońskiemu. Akcje azjatyckie podobają nam się bardziej niż którykolwiek z rynków rozwiniętych, ale przede wszystkim coraz ciekawiej wyglądają obligacje.

**Spodziewamy się, że po krótkiej, gwałtownej korekcie w drugiej połowie maja giełdy w Hong Kongu i na innych azjatyckich rynkach wschodzących ponownie będą wyglądały bardzo dobrze.** Obecnie nie znajdujemy żadnych argumentów, by myśleć o ich zastąpieniu np. akcjami południowoamerykańskimi, które od początku roku zachowują się bardzo słabo i nie zdradzają żadnych oznak zmiany trendu.

Oddzielną kwestią jest rynek indyjski - **wybory, których wynik jest pewną porażką dla N. Modi'ego, mogą zakończyć okres jego bardzo dobrego zachowania.** Taka sytuacja jest typowa dla giełdy w Bombaju, ale uważamy też, że w kontekście obecnych wycen, wyraźnie wyższych niż w USA, niesie on duże zagrożenie sam w sobie.

O ile srebro w drugiej połowie maja przeprowadziło kolejny atak na tegoroczne szczyty, o tyle złoto pozostawało w konsolidacji. Uważamy, że większa „niezależność” w zachowaniu srebra jest dobrym prognostykiem i pozwoli docelowo uwolnić spory potencjał fundamentalny drzemiący w tym rynku.

Korekta na metalach przemysłowych (w szczególności na miedzi) w połączeniu ze słabym zachowaniem ropy naftowej skłania nas do tego, by zmienić nastawienie w przypadku surowców przemysłowych do poziomu neutralnego. **Zakładamy, że zakres spadków w obu przypadkach został już w dużej mierze wyczerpany.** Ceny obu surowców mogą na koniec roku być bardzo zbliżone do obecnych.

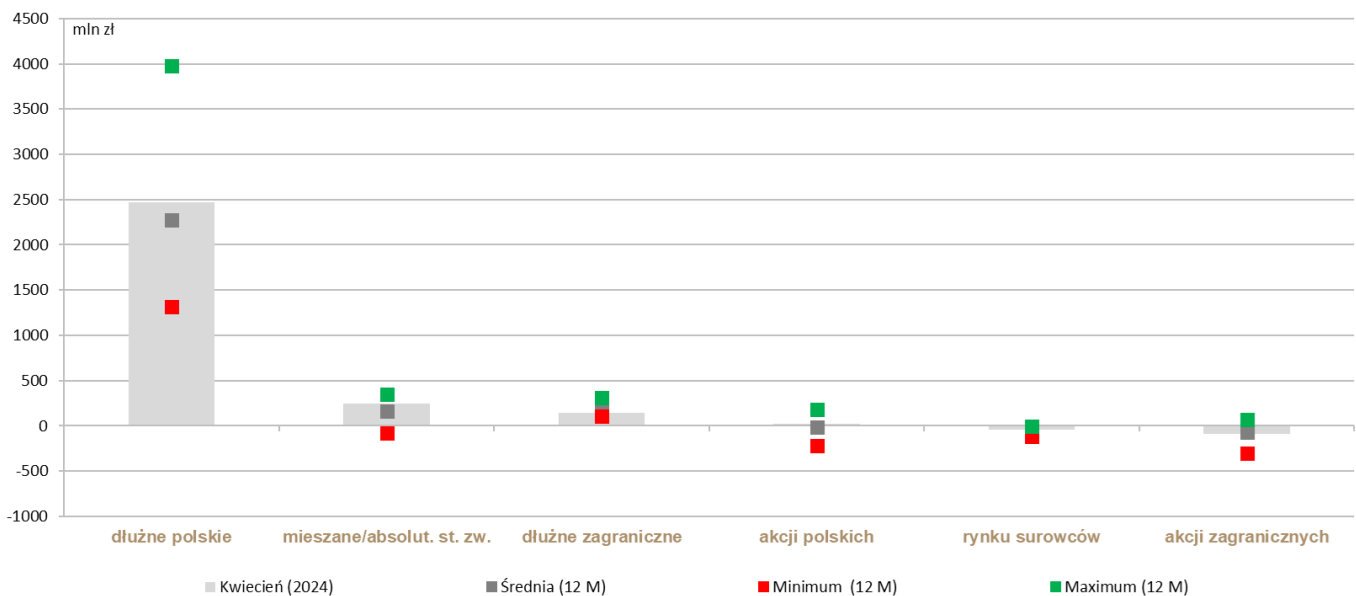
Złoty niezwykle silnie umacniał się w maju i nawet rozpoczęła w drugiej połowie miesiąca korekta nie przekreśliła jego pozytywnego bilansu - trzyprocentowa aprecjacja względem dolara musi robić wrażenie. Okolice 3,90 w ostatnich latach stanowiły bardzo mocne wsparcie dla kursu USDPLN i niewykluczone, że także tym razem będą broniły się kilka tygodni lub miesięcy. Nie widzimy jednak przeszkód, żeby EURPLN w kontekście różnic w polityce RPP i EBC kończył rok na poziomie 4,20, co oznacza, że na USDPLN 3,75-3,80 także jest całkowicie osiągalne.

\*Rynki graniczne z reguły są mniejsze, mniej rozwinięte i trudniej dostępne niż rynki wschodzące, ale niejednokrotnie charakteryzują się wysokim potencjałem długoterminowym. Do krajów granicznych można zaliczyć m.in.: Bahrajn, Kazachstan, Nigerię, Pakistan, Wietnam.

## Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Nazwa grupy	Średnia stopa zwrotu w grupie				
	1M	3M	12M	36M	YTD
papierów dłużnych polskich uniwersalne	0.37%	1.00%	6.83%	9.20%	2.29%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.48%	1.06%	7.98%	10.36%	2.32%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.34%	0.93%	6.42%	10.73%	2.19%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	0.52%	-0.21%	7.37%	-1.31%	0.22%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-1.14%	-0.07%	-0.98%	-2.27%	0.63%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	-0.51%	-0.09%	-0.20%	-12.82%	-1.26%
papierów dłużnych globalnych High Yield	0.73%	0.84%	6.75%	-0.50%	1.02%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	0.55%	0.86%	4.67%	4.35%	0.92%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	0.81%	0.30%	4.44%	-5.21%	-0.26%
papierów dłużnych rynków wschodzących	1.39%	0.62%	9.31%	-6.67%	0.18%
akcji polskich uniwersalne	1.96%	5.06%	33.39%	28.94%	11.23%
akcji polskich małych i średnich spółek	3.22%	6.13%	32.30%	26.02%	12.18%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	2.92%	2.25%	17.23%	8.29%	7.17%
akcji amerykańskich	2.18%	0.82%	18.13%	7.93%	6.98%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	2.39%	4.32%	12.00%	10.41%	7.08%
akcji europejskich rynków wschodzących	2.02%	6.91%	33.05%	45.45%	9.53%
akcji globalnych rynków wschodzących	0.09%	2.66%	8.54%	-16.84%	3.47%
akcji azjatyckich bez Japonii	-0.43%	3.99%	-0.20%	-30.42%	4.05%
akcji tureckich	3.22%	15.83%	30.43%	114.04%	32.34%
rynku surowców - metale szlachetne	4.89%	27.62%	13.42%	-9.32%	15.67%
rynku surowców pozostałe	0.86%	10.22%	12.12%	18.57%	6.62%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.89%	1.64%	8.34%	4.76%	2.70%
mieszane polskie	0.83%	1.79%	14.69%	11.11%	4.44%
mieszane zagraniczne	0.99%	1.16%	9.91%	4.81%	2.84%

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 31.05.2024 r.)

## Istotne informacje

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) oraz za pośrednictwem systemu Platforma;
- 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. 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.