

# Barometr Inwestycyjny Xelion



**AUTORZY:**

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

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

**Michał Kozak,**  
Makler Papierów Wartościowych

## Komentarz dotyczący bieżącej sytuacji rynkowej

**Lipiec 2024 r., podobnie jak kwiecień, nie do końca podporządkował się wzorcowi sezonowemu.** O ile pierwsza część miesiąca przyniosła kontynuację obserwowanej w czerwcu euforii w globalnym sektorze technologicznym, już w drugim tygodniu pojawiły się pierwsze problemy. Do początku sierpnia NASDAQ bardzo wyraźnie skorygował tegoroczne wzrosty, zyskując w momencie publikacji Barometru „zaledwie” 11,87% YTD. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, trudny miesiąc ma za sobą GPW, całość tegorocznych wzrostów na przestrzeni ostatnich dwóch tygodni wymazano w Tokio, gdzie przecena przerodziła się w pełną panikę.

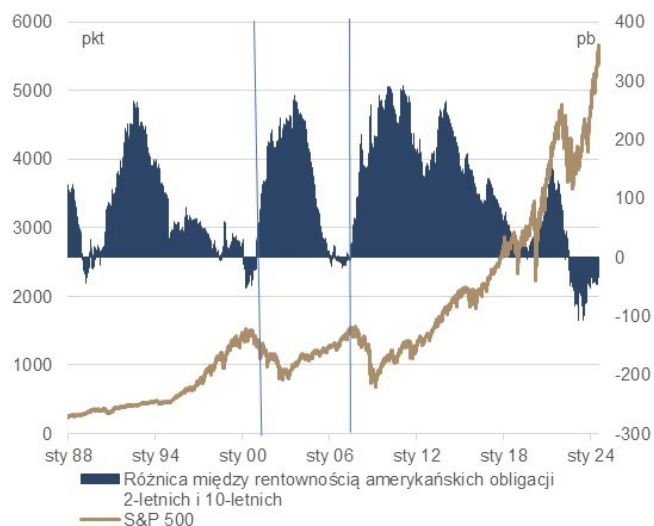
**Podtrzymujemy opinię, że trzeci kwartał będzie potencjalnie słaby dla globalnych rynków akcji.** Rośnie ryzyko, że przed końcem roku nie zobaczymy ponownie historycznych rekordów na głównych giełdach, a jeżeli miałyby do nich dojść, prawdopodobnie będzie to miało miejsce dopiero w 4Q2024. Rezygnacja J. Biden’a z ubiegania się o reelekcję była zgodna z naszymi prognozami. Niezależnie od wzrostu poparcia dla K. Harris, scenariuszem bazowym wciąż wydaje się zwycięstwo D. Trumpa w wyborach, które w połączeniu z ewentualnym przejściem większości w obu izbach Kongresu przez Republikanów, oznacza potencjalnie bardzo pozytywny 4Q2024 w USA.

Rozpoczęta w lipcu korekta NASDAQ początkowo w ograniczonym stopniu dotykała S&P500. Realizacja zysków na spółkach technologicznych stała się początkiem wyraźnej rotacji, której głównymi beneficjentami były „przegrane” to tej pory w tym roku sektory i mniejsze spółki. W naszej ocenie ryzyko kontynuacji spadków jest wysokie, a w drugiej fazie przeceniać się będzie cały szeroki rynek. Choć po solidnych lipcowych zwyżkach rynek obligacji (zarówno krajowych, jak i zagranicznych) nie wygląda aż tak atrakcyjnie jak przed miesiącem, pozostaje naszym pierwszym wyborem na resztę 3Q2024. **Ostatnie dane z amerykańskiego rynku pracy i przemysłu są słabe. Najbliższe tygodnie mogą potencjalnie przynieść wyraźny wzrost obaw o recesję w najważniejszej gospodarce świata. Trwający sezon wynikowy rozczarowuje - zaledwie 59% spółek S&P500 bije prognozy przychodów, co jest wynikiem o 10pp niższym od 5-letniej średniej.** Spośród spółek Magnificent 7 jednoznacznie pozytywny raport do tej pory opublikowała jedynie Meta Platforms. Solidne wyniki zaprezentowało Apple, ale sprawozdania Microsoftu, Alphabetu, Amazonu i Tesli pozostawiały wiele do życzenia przy obecnym poziomie wycen. Z wyprzedzającym wskaźnikiem cena/zysk na poziomie 20,7 akcje amerykańskie pozostają bardzo drogie.

**Podniesienie oceny metali przemysłowych z neutralnej do pozytywnej jest jedyną zmianą, którą wprowadzamy w tym miesiącu w naszych „kropkach”.** Siedmioprocentowa przecena miedzi od końca czerwca jest dla nas zaskoczeniem niezależnie od niedosytu, który pozostawiło III Plenum KPCh. Spośród ryzykownych aktywów po potężnej wyprzedaży w drugiej połowie ubiegłego miesiąca, atrakcyjnie wygląda w naszej ocenie srebro. Zakończyło ono wprawdzie miesiąc w okolicach zera, ale po dziewięcioprocentowych wzrostach w jego trakcie skala przeceny musi zaskakiwać, szczególnie, że bez porównania lepiej wygląda złoto, dla którego naruszenie granicy 2500 \$/ou. wydaje się kwestią najbliższych dni.

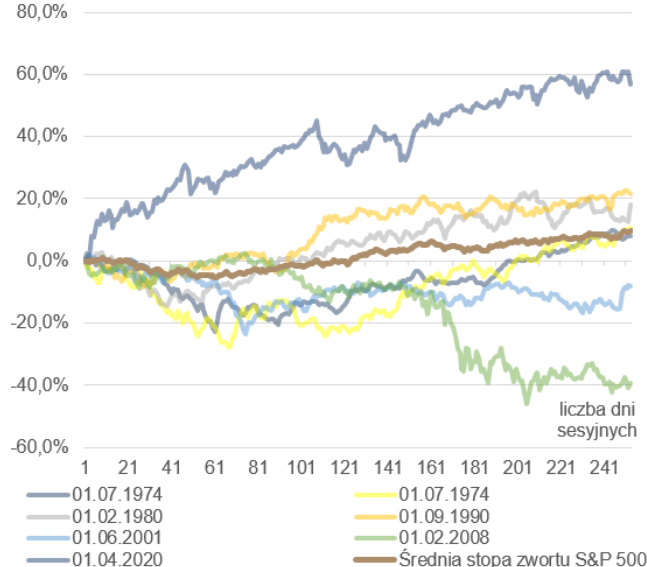
**Jeżeli nasze oczekiwania zmaterializują się, przynajmniej przejściowo w najbliższym czasie możemy zobaczyć dywagacje o tym, czy rozpoczęta w 4Q2022 hossa nie dobiega końca.** Dwa potencjalne argumenty za taką tezą prezentujemy na wykresach. Pierwszym jest tzw. „reguła Sahm” - amerykańska ekonomistka wskazała, że gdy 3-miesięczna średnia stopa bezrobocia odbija o co najmniej 0,5pp od 12-miesięcznego dołka, nieomylnie oznacza to, że rozpoczyna się recesja. Zwracamy jednak uwagę, że zależność między tą statystyką, a spadkami cen akcji jest znacznie słabsza. Drugim jest zbliżająca się do końca inwersja amerykańskiej krzywej rentowności. W ostatnich latach wielokrotnie tłumaczyliśmy, dlaczego wygenerowany przez nią sygnał prawdopodobnie okaże się błędny (tak faktycznie się stało), mówiliśmy również, że prawdziwy powód do obaw o spadki giełd nie pojawia się, gdy inwersja się rozpoczyna, ale gdy się kończy. **Mimo to uważamy, że ewentualna giełdowa przecena będzie miała wyłącznie korekcyjny charakter.** W szczególności, za błędne uważamy analogie wyciągane z zachowania WIG w ubiegłej „straconej” dekadzie, które sugerują, że po trzycyfrowym półtorarocznym ruchu w górę, hossa powinna dobiegać końca. Gwałtownie zredukowane w ostatnich tygodniach ryzyka inflacyjne (poza metalami przemysłowymi silnie spadają m.in. ceny żywności), tworzą potężną przestrzeń do luzowania polityki monetarnej w głównych gospodarkach świata, gdyby kontynuacja słabości w danych ze sfery realnej miała się utrzymywać.

### Koniec inwersji krzywej przynosił w ostatnich dekadach spadki na amerykańskim rynku akcji

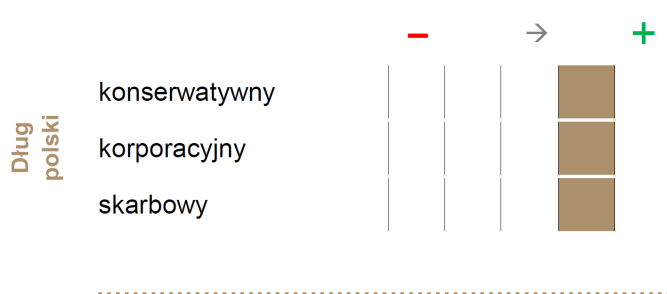


Źródło: Bloomberg, 02.08.2024 r.

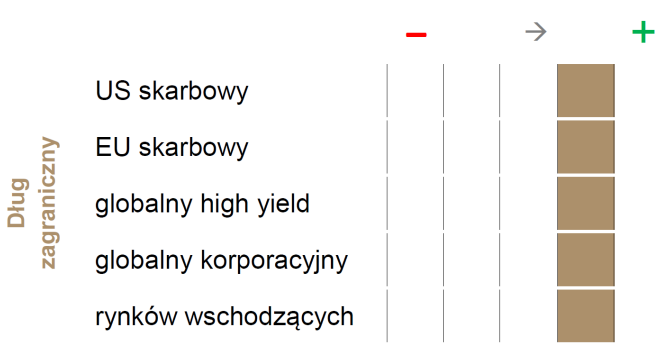
### Wzrost stopy bezrobocia o 0,5pp nie oznacza spadków cen akcji



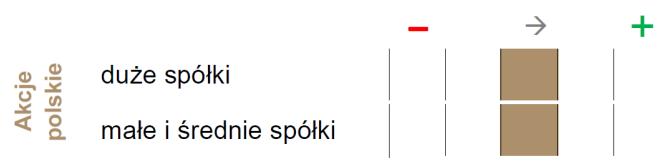
## Pogląd na segmenty rynkowe



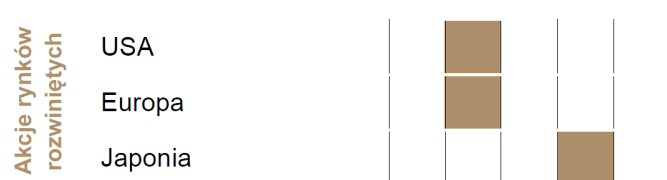
Nasza zmiana nastawienia do polskiego długu skarbowego w lipcu na pozytywne okazała się bardzo trafiona. Rentowność polskich obligacji skarbowych 10-letnich spadła w trakcie miesiąca z 5,8% do ok. 5,3%. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, krajowy rynek długu pozostaje pod pozytywnym wpływem rynków bazowych. Z kolei lokalnie ostanie wypowiedzi sugerujących, że w Radzie buduje się większość, która uniemożliwi utrzymanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie przez cały 2025 r. Uważamy, że przebieg inflacji w kolejnym roku będzie niższy niż prognoza zaprezentowana w lipcowej projekcji NBP, co samo w sobie może wywierać presję na członkach RPP, by podjąć decyzję o cięciu stóp. **Podtrzymujemy zatem pozytywne nastawienie do wszystkich kategorii długu polskiego.**



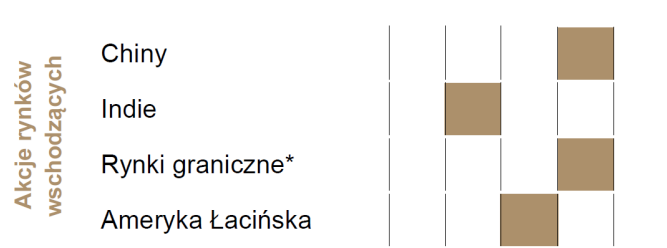
Lipcowe posiedzenie Fed wprowadzi nie przyniosło obniżki za oceanem, jednak J. Powell zasugerował że wrzesień przyniesie początek cyklu. Szef Fed zaprezentował dość gołębią ocenę bieżącej sytuacji gospodarczej, wskazując, że obecny charakter deflacji jest znacząco szerszy niż w 2023 r. W scenariuszu bazowym zakładamy, że tempo cyklu w najbliższych miesiącach będzie stosunkowo wolne (jedna obniżka o 25pb na kwartał), choć nie wykluczamy, że w przypadku pogorszenia danych makro lub sytuacji na Wall Street, członkowie FOMC będą skłonni przyspieszyć. Długo wyczekiwany „pivot Fed” materializuje się na naszych oczach. Jest to bardzo ważny sygnał niemal dla wszystkich kategorii długu - dla wielu banków centralnych począwszy od ECB, a skończywszy na bankach centralnych rynków wschodzących, oficjalne rozpoczęcie cyklu obniżek przez Fed jest zielonym światłem, by rozpocząć lub kontynuować luzowanie polityki monetarnej. **Dlatego też utrzymujemy dla wszystkich kategorii długu nastawienie pozytywne. Obraz rynku akcji pozostaje niepewny, ale szanse, że obligacje nie przyniosą zysków w ciągu najbliższego roku wydają nam się bardzo niewielkie.**



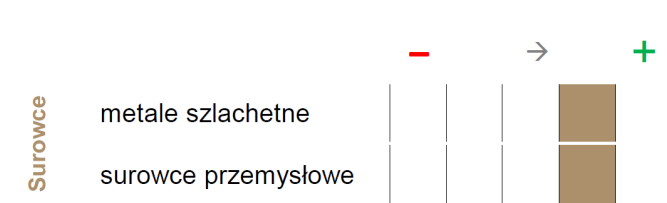
Niestety nie pomyliliśmy się w prognozach słabego zachowania warszawskich dużych spółek w lipcu. Nie oczekujemy również, by GPW miała specjalnie wyróżniać się przez resztę kwartału. W czerwcu lokalny rynek osiągnął wysoki poziom wykupienia, który zapewne zostanie zredukowany. Jednocześnie zaznaczamy, że nasze długoterminowe podejście do polskich akcji pozostaje pozytywne. Spodziewamy się bez porównania lepszego niż w ubiegłej dekadzie zachowania GPW w ujęciu relatywnym. Trwająca korekta nie przerodzi się w naszej ocenie w bessę.



Ryzyka dla rynku japońskiego zmaterializowały się później niż się spodziewaliśmy, ale w sposób widowiskowy - ostatnie dni przyniosły wymazanie całych tygodniowych wzrostów, co tworzy potencjalną okazję do kupna. Wciąż podchodzimy ostrożnie do innych akcji rynków rozwiniętych, uważamy, że bilans ryzyk na resztę roku znacznie lepiej zabezpieczają obligacje. Dotychczasowy sezon wynikowy nie daje argumentów za dalszymi wzrostami spółek technologicznych, ale też nie pokazuje wcale, że przyszła pora na amerykańskie value lub małe spółki.

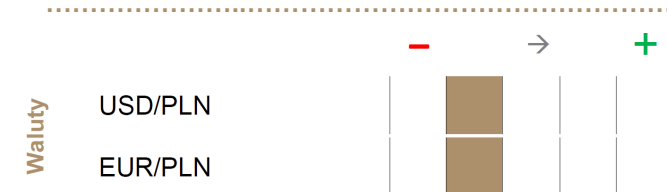


Gdy w kwietniu podjęliśmy decyzję o przeważeniu akcji chińskich, początkowo wydawało się, że jej moment jest idealny. Siedmioprocentowe zwyki **Hang Seng do końca miesiąca wydawały się sygnałem nadchodzącego przełomu. Lipiec był jednak w Hong Kongu drugim spadkowym miesiącem z rzędu, plenum KPCh nie przyniosło przełomu w polityce gospodarczej.** Akcje chińskie pozostają niezwykle tanie na tle reszty świata, ale brak kolejnych reform w obliczu pogorszenia danych makroekonomicznych będzie poważnym negatywnym sygnałem co do przyszłości pozycji, która ma dla nas głównie charakter taktyczny. Widzimy niezerowe prawdopodobieństwo podjęcia decyzji o silniejszej stymulacji fiskalnej w Chinach przed końcem kwartału, jeżeli się ono nie zmaterializuje, będziemy zmuszeni do wycofania się z przeważenia w akcjach azjatyckich w segmencie rynków wschodzących.



Pierwsze nerwowe sesje na rynkach akcyjnych z reguły negatywnie wpływają również na metale szlachetne (efekt handlu algorytmicznego), co mogliśmy obserwować również w poprzednim tygodniu. **Zakładamy jednak, że w dalszej fazie korekty złoto stanie się beneficjentem wyższej awersji do ryzyka.**

Obserwowana od maja silna przecena metali przemysłowych (w szczególności miedzi), skłania nas do taktycznego ruchu polegającego na zmianie nastawienia do surowców przemysłowych na umiarkowanie pozytywne. Skala wyprzedaży w drugiej połowie lipca była dla nas zaskoczeniem, nie uzasadnia jej nawet scenariusz wzrostu gospodarczego w Chinach poniżej 5%. Lipcowe spadki tworzą naszym zdaniem okazję inwestycyjną.



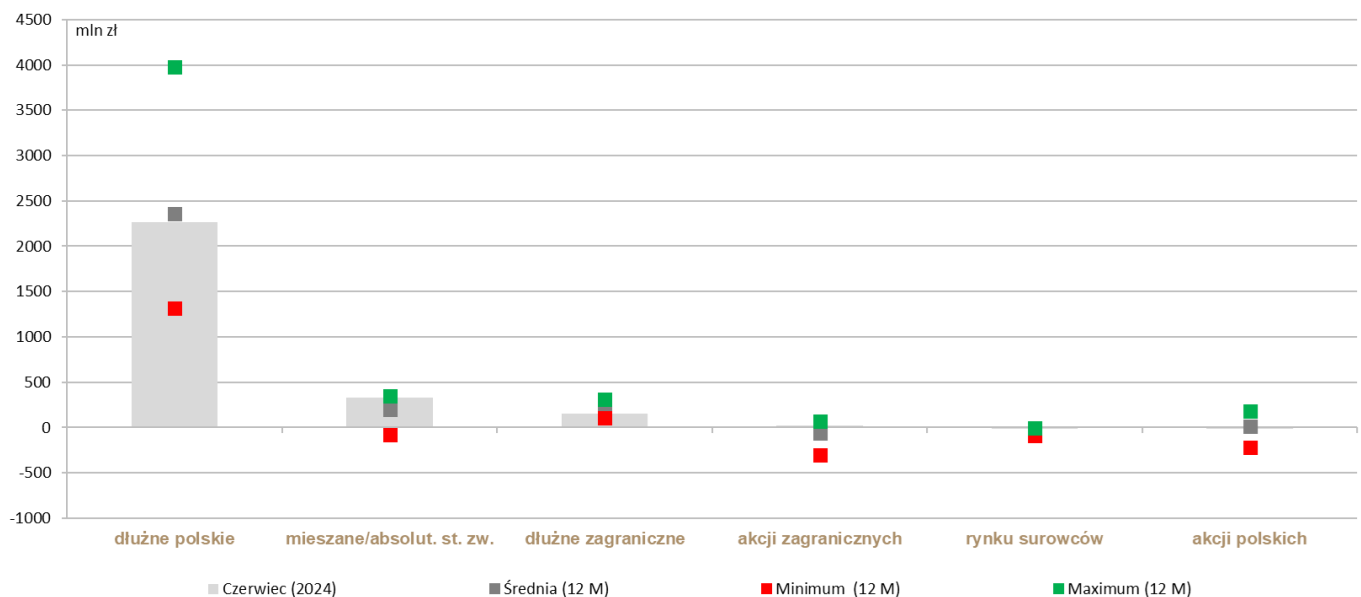
Lipiec rozpoczął się od wyraźnej aprecjacji złotego na tle EUR i USD, ale w drugiej połowie miesiąca została ona w większości wymazana. Mimo to, średnioterminowo nie widzimy argumentów za tym, by polska waluta miała się osłabiać. Nie wierzymy, że RPP nie podejmie do końca przyszłego roku decyzji o obniżkach stóp procentowych, ale spodziewamy się, że rynek będzie rewidował oczekiwania co do działań Rady w 1Q/2Q2025. Na przestrzeni najbliższego półtora roku absolutnie nie można wykluczać, że kurs EURPLN w końcu przełamie 4,20. Przy spodziewanym przez nas kursie EURUSD w okolicy 1,10-1,12 oznacza to poziomy 3,75-3,80 na USDPLN.

\*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	0.68%	1.27%	6.37%	10.17%	3.24%
papierów dłużnych polskich korporacyjnych	0.84%	2.35%	8.05%	11.86%	4.17%
papierów dłużnych polskich skarbowych	0.65%	1.35%	6.10%	11.89%	3.29%
papierów dłużnych polskich skarbowych długoterminowych	1.69%	2.93%	6.59%	0.87%	2.62%
papierów dłużnych USA uniwersalne	-0.32%	0.56%	3.84%	-4.74%	2.45%
papierów dłużnych europejskich uniwersalne	1.72%	2.23%	4.67%	-13.31%	1.46%
papierów dłużnych globalnych High Yield	1.00%	2.29%	5.72%	1.57%	2.63%
papierów dłużnych globalnych korporacyjnych	1.43%	2.38%	6.30%	5.85%	2.76%
papierów dłużnych globalnych uniwersalne	1.44%	2.73%	4.74%	-3.96%	1.63%
papierów dłużnych rynków wschodzących	2.08%	3.63%	6.07%	-4.63%	2.41%
akcji polskich uniwersalne	-4.00%	-0.86%	16.19%	24.24%	8.39%
akcji polskich małych i średnich spółek	-3.42%	0.77%	15.47%	21.16%	9.93%
akcji globalnych rynków rozwiniętych	-0.20%	4.13%	11.60%	6.82%	8.48%
akcji amerykańskich	0.55%	6.33%	14.91%	9.14%	11.34%
akcji europejskich rynków rozwiniętych	0.59%	1.94%	8.25%	9.73%	6.91%
akcji europejskich rynków wschodzących	-1.96%	2.44%	20.38%	40.87%	10.00%
akcji globalnych rynków wschodzących	-0.53%	3.12%	3.78%	-9.47%	6.33%
akcji azjatyckich bez Japonii	-1.29%	1.09%	-3.62%	-26.32%	5.66%
akcji tureckich	-2.22%	2.34%	22.13%	102.48%	31.21%
rynku surowców - metale szlachetne	3.70%	5.48%	14.10%	-2.47%	16.08%
rynku surowców pozostałe	-2.23%	-3.91%	-2.30%	11.30%	1.57%
absolutnej stopy zwrotu uniwersalne	0.14%	1.54%	6.56%	4.78%	3.37%
mieszane polskie	-0.57%	-0.28%	8.14%	9.92%	3.38%
mieszane zagraniczne	0.61%	2.81%	7.78%	4.98%	4.69%

## Saldo napływów i odpływów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (stan na dzień 31.07.2024 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.