

25/2024

# Q Value Newsletter

15 lipca 2024

W TYM NUMERZE

## Czy zamach na Trumpa będzie miał wpływ na rynki?

Oczywiste i nieoczywiste reakcje po danych  
o inflacji



## Czy zamach na Trumpa będzie miał wpływ na rynki?

Ubiegły tydzień przebiegał na naszej giełdzie w leniwej, letniej atmosferze. Akcje generalnie rosły odreagowując po pierwsze lekkie spadki z poprzedniego tygodnia, kiedy WIG osunął się o ok. 1,5%, a po drugie w dużej mierze w reakcji na lepsze dane o amerykańskiej inflacji, która po raz kolejny spadła (do 3% z 3,3% w maju) i dodatkowo okazała się niższa od oczekiwań analityków. Wakacyjny nastrój spowodował jednak, że dzienne zmiany indeksu nie sięgnęły jednak nawet 0,8% i był to chyba pierwszy tak spokojnie wzrostowy tydzień w tym roku w Warszawie.

Jednak najważniejszym akcentem ubiegłego tygodnia były nie dane gospodarczo-ekonomiczne, ale niespodziewane wydarzenie ze świata amerykańskiej polityki. Oczywiście chodzi o sobotni atak na kandydującego na Prezydenta USA z ramienia Republikanów, Donalda Trumpa. Pomijając teorie spiskowe i szersze analizy o podłożu politycznym, wydaje się, że sobotni atak będzie miał na rynki wpływ dwojaki, krótko i długoterminowy.

Wpływ krótkoterminowy, to wzrost percepcji ryzyka geopolitycznego, które zawsze inwestorzy uświadamiają sobie w takich chwilach. Dosłownie centymetry dzieliły kulę, która przebiła ucho Trumpa, od jego czaszki, a tego typu scenariusz na pewno nie tylko wpłynąłby diametralnie na przebieg wyborów w USA, ale też silnie na rynki finansowe na całym świecie. Wzrost ryzyka odczuły już notowania bitcoina, które od momentu zamachu rosły. Prawdopodobnie będziemy też obserwować wzrost notowań aktywów na które inwestorzy kierują swój wzrok w chwilach zagrożenia. Powinno zyskiwać złoto, USD i amerykańskie obligacje skarbowe. Jednak zamach się nie powiódł, a nic nie wskazuje na to, aby atak w Pensylwanii był pierwszym z serii, ani aby zamachowiec działał w ramach szerzej zorganizowanego spisku. Nie ma też na razie żadnych sygnałów o groźbie aktów odwetowych, chociaż tego typu obawy są przez niektórych amerykańskich komentatorów wyrażane.

Zakładając jednak, że nastroje się w miarę upływu czasu uspokoją, warto zwrócić uwagę na bardziej istotny wpływ sobotniego zamachu, przez co rozumiem gwałtowny wzrost prawdopodobieństwa zwycięstwa Trumpa w listopadowych wyborach i ewentualne rynkowe konsekwencje jego coraz pewniejszego zwycięstwa. Paradoksalnie, trudniej jest analizować aktywa amerykańskie niż np. europejskie.

*Materiał przygotowany przez Michała Szukalskiego,  
Członka Rady Nadzorczej Q Value S.A.*



## Czy zamach na Trumpa będzie miał wpływ na rynki?

Pierwsza kadencja republikańskiego kandydata upłynęła w latach 2016-2020 pod znakiem obniżek podatków i ułatwień dla amerykańskich korporacji, co sugerowałoby dobre czasy dla amerykańskiego rynku akcji. Trzeba jednak pamiętać, że w obliczu obecnego amerykańskiego deficytu (ok. 6% PKB) prezydent takiego pola manewru mieć nie będzie. Może oczywiście obok obniżki podatków, zmniejszyć ogromną stymulację fiskalną, ale po pierwsze nic na takie jego zamiary nie wskazuje, a po drugie to z kolei byłoby fatalnym sygnałem dla rynku pracy, konsumentów, a co za tym idzie najlepszą receptą na szybką recesję. Ten scenariusz premiowałby oczywiście amerykańskie 10-latki, których rentowności spadałyby wraz ze spadkiem inflacji i stóp procentowych. Większe jest jednak prawdopodobieństwo dalszej stymulacji fiskalnej i lekkiego poluzowania podatkowego, a to z kolei będzie wymuszało wzrost zadłużenia i może zahamować zarówno spadek inflacji jak i oczekiwane obniżki stóp. Obligacje długoterminowe będą tracić, a zyskiwać powinny akcje. Łatwiejsze jest chyba prognozowanie tego co będzie w Europie, bo zarówno zapowiadana bardziej protekcjonistyczna polityka gospodarcza jak i większy nacisk na samowystarczalność wojskową, gospodarkom europejskim sprzyjać raczej nie będzie. Paradoksalnie na tym tle coraz lepiej wyglądają perspektywy naszych, krajowych akcji, bo po pierwsze jeżeli chodzi o nakłady na zbrojenia to już jesteśmy prymusem. Drugim argumentem za naszym rynkiem akcji powinna być deklarowana przez Trumpa wola szybkiego zakończenia wojny na Ukrainie. Nawet jeżeli będzie to trwało dłużej niż zapowiadane 24 godziny, to determinacja Amerykanów aby szybko doprowadzić walczące strony do rozmów jest na pewno jednym z koniecznych (choć pewnie nie wystarczających) warunków końca konfliktu. Nie trzeba chyba nikogo przekonywać jak pozytywny efekt dla postrzegania polskiego rynku będzie miało trwałe zakończenie wojny na Wschodzie. Może jednak warto taki scenariusz powoli zacząć uwzględniać w strategiach inwestycyjnych na przyszły rok.

*Materiał przygotowany przez Michała Szukalskiego,  
Członka Rady Nadzorczej Q Value S.A.*



## Oczywiste i nieoczywiste reakcje po danych o inflacji

Dane o czerwcowej inflacji w Stanach Zjednoczonych przyniosły pozytywne zaskoczenie. Dynamika wskaźnika CPI obniżyła się do 3 proc., a więc mocniej niż się spodziewano. To w naturalny sposób zwiększa szanse na wrześniową obniżkę stóp procentowych przez Fed. W niektórych segmentach rynku finansowego reakcje inwestorów były oczywiste, w niektórych zaś mogą stanowić pewne zaskoczenie. W ramach tych oczywistych, mieliśmy do czynienia z osłabieniem dolara. Kurs euro w czwartek, po publikacji inflacyjnych danych zbliżył się do 1,09 dolara, czyli do poziomu najwyższego od początku czerwca. Podobnie było w przypadku indeksu dolara względem głównych światowych walut, który zaliczył mocny spadek wartości. Wzrosły ceny amerykańskich obligacji skarbowych, powodując spadek ich rentowności. W przypadku papierów dziesięcioletnich schodziła ona momentami poniżej 4,2 proc., plasując się najniżej od początku kwietnia. Wyraźne oznaki słabnięcia inflacji i związany z tym wzrost prawdopodobieństwa rozpoczęcia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej w USA teoretycznie powinny stanowić mocny impuls wzrostowy dla Wall Street. Tu jednak reakcje inwestorów były dość niejednoznaczne. W czwartek S&P500 zniżył o prawie 0,9 proc., a Nasdaq Composite tracił niemal 2 proc. Te zaskakujące ruchy można jednak traktować jako realizację zysków po długiej serii ustanawiania przez oba indeksy historycznych rekordów. W każdym razie nie należy ich odczytywać jako ostrzeżenia przed zmianą tendencji wzrostowej, bowiem nie ma ku temu żadnych przesłanek. Jednocześnie po informacji o słabnącej inflacji mocno w górę poszły indeksy, które do tej pory zachowywały się słabiej. Przemysłowy Dow Jones rósł w czwartek o prawie 1 proc., a co jeszcze ciekawsze, aż o 3,7 proc. wyższował Russell 2000, czyli wskaźnik mniejszych amerykańskich firm. Na te nieoczywiste sygnały warto zwrócić uwagę, pod kątem ewentualnej przebudowy portfeli inwestycyjnych, pamiętając jednocześnie o wciąż dobrych ogólnych perspektywach dla rynku akcji, ale równocześnie nie tracąc z oczu rysującej się coraz bardziej wyraźnie wzrostowej tendencji cen obligacji.

*Materiał przygotowany przez Michała Stanka,  
Prezesa Zarządu Q Value S.A.*



# Małe spółki jako jedyne z rekordem. I co dalej?

Indeks sWIG80 w osamotnieniu zdołał pokonać majowy szczyt hossy. Na długą metę akcje małych spółek pozostają faworytem na GPW. A od czego zależy ich kondycja w średnim terminie?

Chociaż początek lata na warszawskiej giełdzie przynosi na razie raczej marazm niż kolejny powiew hossy, to na plus wyróżnił się przynajmniej indeks małych spółek sWIG80. Jako jedyny z głównych benchmarków zdołał on pokonać majowy szczyt i tym samym pobić historyczny rekord. To dobra okazja, by odświeżyć rozważania dotyczące tego segmentu firm na GPW.

## **Długoterminowy triumf**

Zacznijmy od tego, co nie budzi żadnych wątpliwości – nowy rekord, jakkolwiek będący dziełem dosłownie kilku spółek...

### **Które spółki najbardziej pomogły w pobiciu rekordu przez sWIG80?**

**Celon Pharma** – być może nie byłoby rekordu indeksu, gdyby nie gwałtowny wystrzał notowań biotechnologicznej spółki po ogłoszeniu korzystnych wyników badań nad przełomowym lekiem na schizofrenię

**Newag** – kursowi tej spółki o jednym z największych udziałów w indeksie pomógł wart ponad 3 mld zł kontrakt na dostawy dla PKP Intercity

**BNP Paribas** – kurs spółki został nagle wywindowany na rekordowy poziom w ostatnim dniu obecności w sWIG80, dosłownie w finałowym momencie pomagając indeksowi

... wpisuje się jednak w powtarzaną przez nas od dawna tezę mówiącą, że akcje małych firm są długoterminowym faworytem na polskim rynku. Na pierwszym wykresie przypominamy po raz kolejny, że sWIG80 niezmiennie triumfuje pod względem całkowitych stóp zwrotu (z uwzględnieniem dywidend) nad innymi indeksami (w największym stopniu nad WIG20).

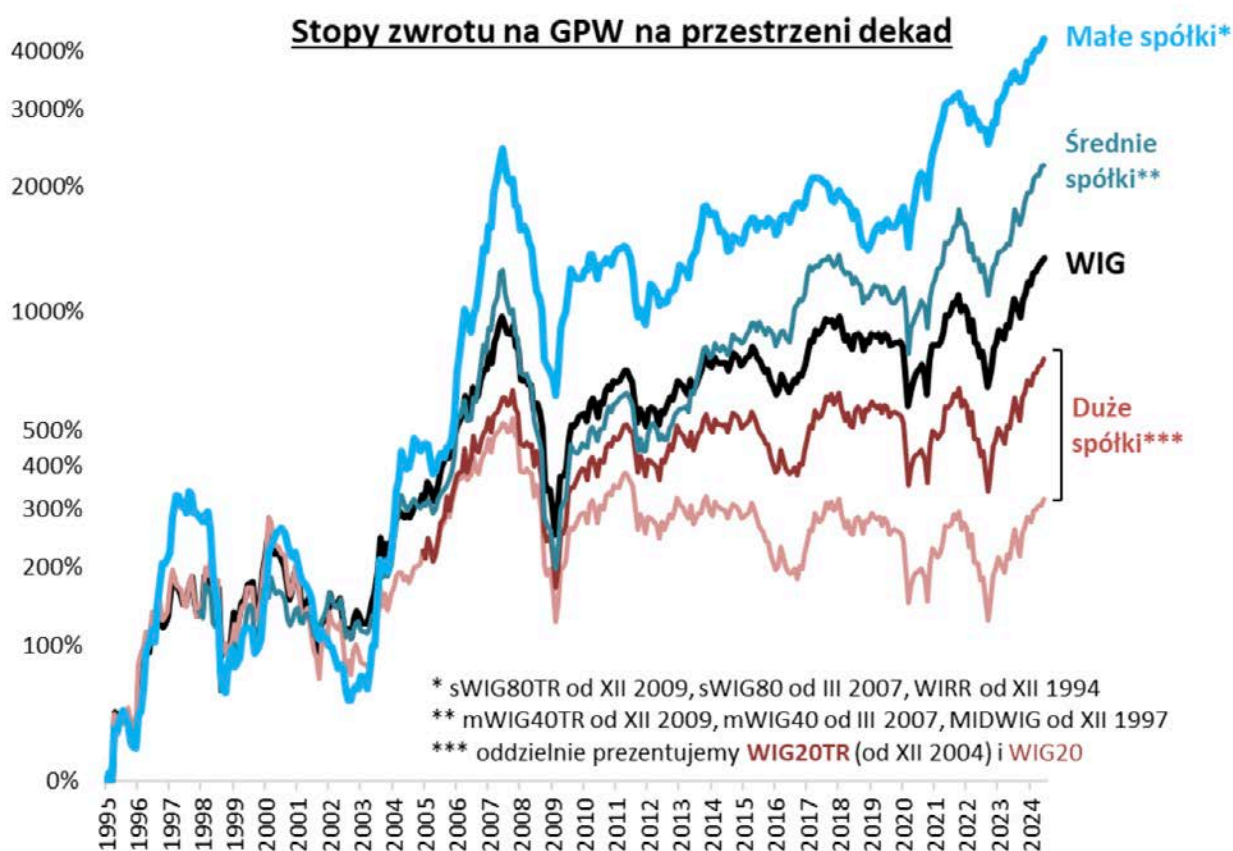
*Tomasz Hońdo, CFA*

*Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



# Małe spółki jako jedyne z rekordem. I co dalej?

Rys. 1. Akcje małych spółek to długoterminowy faworyt na GPW



Źródło: Qnews.pl, GPW.

O ile długoterminowa, wieloletnia diagnoza pozostaje niezmiennie pozytywna, to pytanie jednak, czy równie pozytywna jest diagnoza w średnim (kilkunastomiesięcznym) terminie?

Z jednej strony nowy rekord sWIG80 zdaje się być prostym technicznym potwierdzeniem trendu wzrostowego, zgodnie z klasyczną zasadą „trend is your friend”. Z drugiej strony jasne staje się też jednak, że hossa trwająca od jesieni 2022 roku po 21 miesiącach kalendarzowych jest na zaawansowanym etapie.

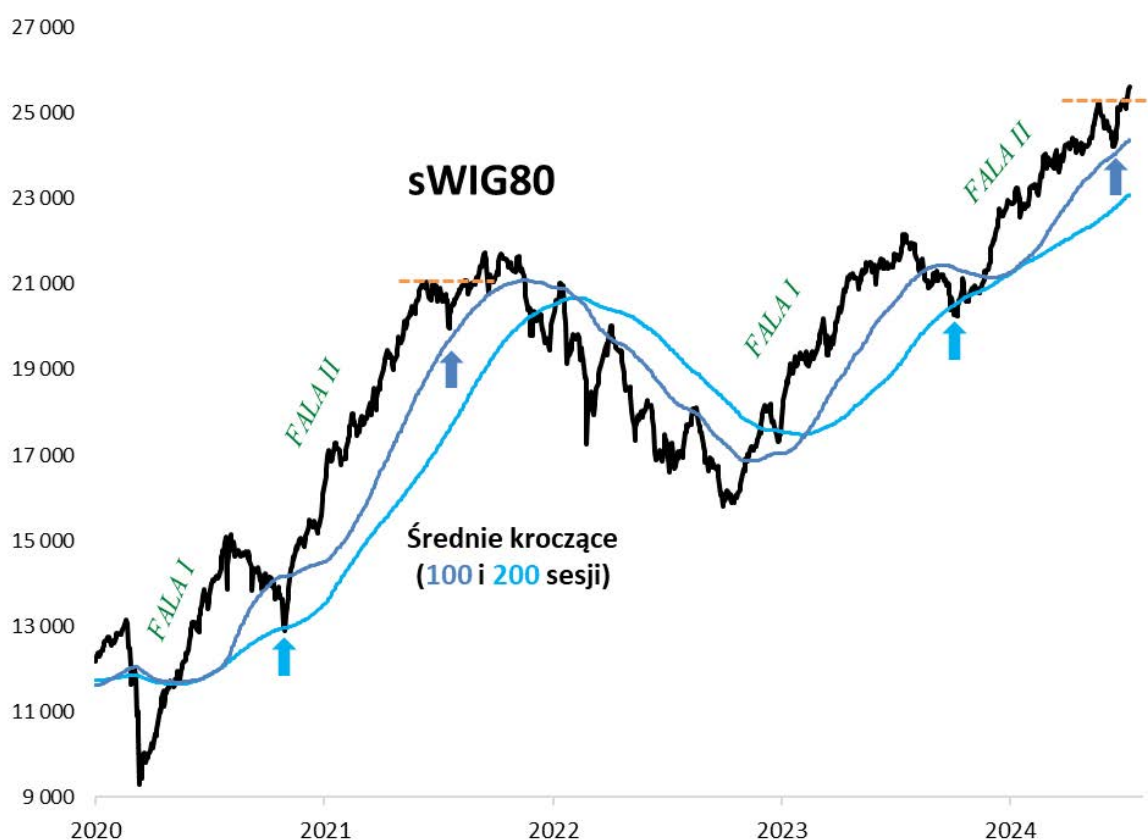
*Tomasz Hońdo, CFA  
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



# Małe spółki jako jedyne z rekordem. I co dalej?

Można by też dopatrzeć się pewnych podobieństw technicznych względem finału poprzedniej hossy, zakończonej u schyłku 2021 roku. Wtedy analogiczne odbicie w górę od 100-sesyjnej średniej ruchomej w ramach drugiej fali hossy było już ostatnim akcentem całego trendu zwykłego.

**Rys. 2. W średnim terminie fala hossy wydaje się już zaawansowana**



Źródło: Qnews.pl, GPW.

Na szczęście na razie brakuje jednak kluczowego sygnału kończącego hossę małych spółek w 2021 roku, czyli ponownego – tym razem udanego dla niedźwiedzi – przebicia w dół 100-sesyjnej średniej.

*Tomasz Hońdo, CFA  
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



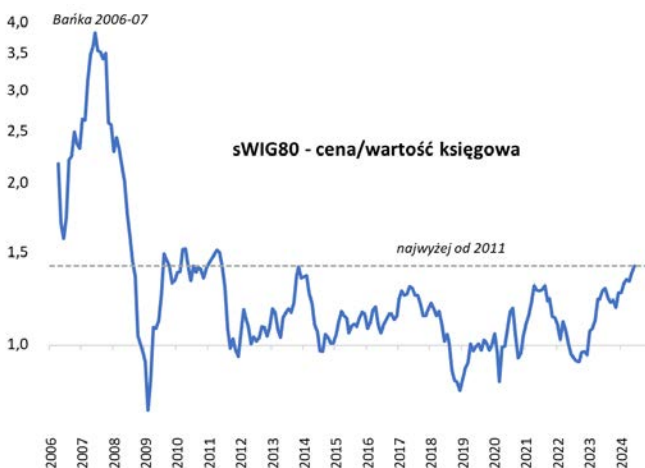
# Małe spółki jako jedyne z rekordem. I co dalej?

Wyceny – wysokie jak na ostatnie kilkanaście lat

Czy akcje „maluchów” są już drogie? Pod tym względem sprawa jest nieco kontrowersyjna. Dość chaotyczne historyczne wahania wskaźnika P/E sprawiają, że preferowaną miarą drożyzny/taniości może być zachowujący się bardziej intuicyjnie (choć oczywiście niepozbawiony wad) współczynnik ceny do wartości księgowej (P/BV). Trzeba przyznać, że w ciągu wielu miesięcy od jesieni 2022 przebył on długą drogą od okazynego poziomu (0,93 wg danych agencji Bloomberg) do wartości najwyższej od 2011 roku (1,40 na koniec czerwca), przebijając nawet lokalny szczyt z końcówki 2021.

Według tej miary akcje małych spółek są zatem drogie, jak na okres ostatnich kilkunastu lat. Przy takich lub nawet niższych pułapach cykl wzrostowy zakręcał w dół.

## Rys. 3. Wyceny dość wysokie jak na ostatnie kilkanaście lat, ale ciężko mówić o bańce



Źródło: Qnews.pl, Bloomberg.

„Maluchy” nie są natomiast ekstremalnie drogie. Wystarczy wspomnieć, że na szczycie pamiętnej wielkiej hossy w 2007 roku wskaźnik P/BV zbliżył się do ... 4,0. W szczytowym momencie był więc niemal 3 razy (!) wyższy niż obecnie. Oczywiście pytanie czy należy życzyć sobie powtórki tamtej bańki spekulacyjnej, skoro potem została ona odpokutowana drastyczną przeceną? Niemniej tamten historyczny epizod pokazuje, że tak naprawdę, przy wyjątkowo sprzyjających okolicznościach, nie istnieje górny limit dla wycen.

Tomaz Hońdo, CFA  
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.





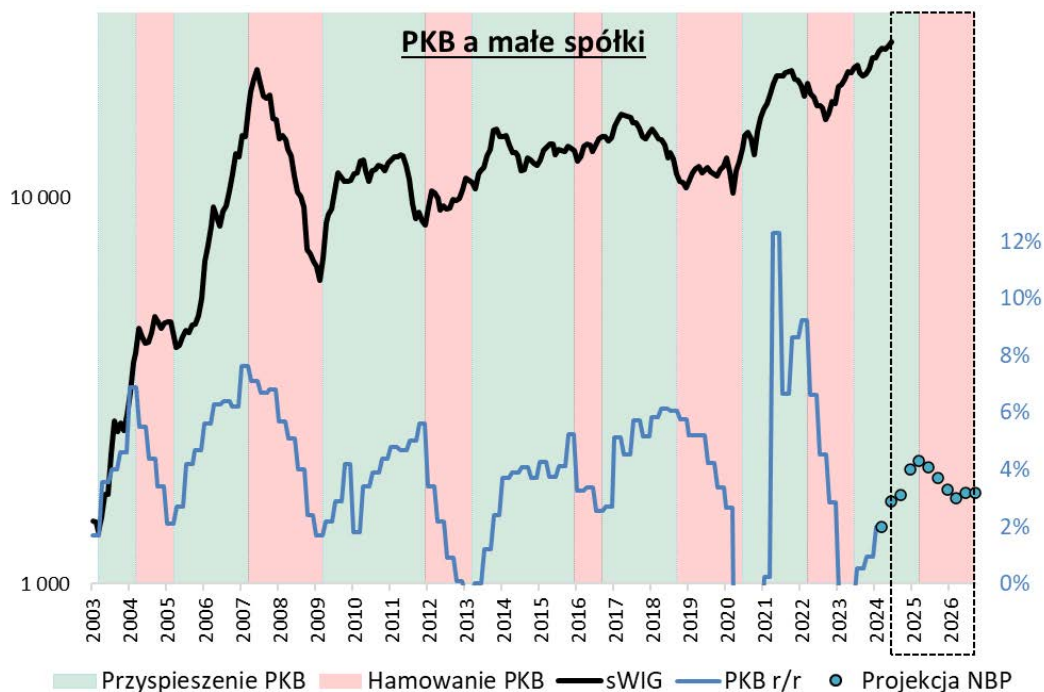
# Małe spółki jako jedyne z rekordem. I co dalej?

Największy czynnik ryzyka

Bez względu na to, czy akcje małych spółek były tylko umiarkowanie drogie, czy też ekstremalnie drogie, za każdym razem o odwróceniu średnioterminowego cyklu decydował ten sam czynnik – nadciągające spowolnienie gospodarcze, rozumiane jako obniżanie się rocznej dynamiki PKB.

Chociaż we wspomnianym 2007 roku indeks „maluchów” był tak rozgrzany do czerwoności, że początkowo zignorował pierwsze sygnały słabnięcia wzrostu gospodarczego, to zwykle jest nieco inaczej – to akcje z pewnym wyprzedzeniem zaczynają dyskontować nadciągające spowolnienie.

**Rys. 4. Największym zagrożeniem w średnim terminie byłoby nadciągające spowolnienie w gospodarce**



Źródło: Qnews.pl, GPW, NBP, GUS

*Tomasz Hońdo, CFA  
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



## Małe spółki jako jedyne z rekordem. I co dalej?

Jak pokazujemy na kolejnym wykresie, kolejne cykliczne górkę sWIG80 kształtowały się zwykle nie dopiero po rozpoczęciu fazy spowolnienia w gospodarce, lecz zazwyczaj dużo wcześniej, jeszcze w trakcie ożywienia. Nie bez powodu mawia się, że giełda dyskontuje przyszłość.

Jak daleko jesteśmy od kolejnej fazy spowolnienia? Ostatnie dane z kluczowej, amerykańskiej gospodarki sugerują, że dystans względem niej coraz bardziej się skraca – wzrost stopy bezrobocia w czerwcu do 30-miesięcznego maksimum to sygnał, wobec którego trudno przejść obojętnie. Z kolei najnowsza projekcja rodzimego NBP sygnalizuje, że szczyt dynamiki PKB zostanie osiągnięty w I kwartale 2025 (4,3 proc. r/r), po czym zacznie ona stopniowo się obniżać. Wraz z rozpoczęciem drugiego półrocza 2024 ta perspektywa staje się niepokojąco bliska (no chyba, że projekcja NBP okaże się zupełnie nie trafna).

### **KONKLUZJE:**

- Indeks małych spółek jako na razie jedyne na GPW zdołał pokonać majowy rekord, w czym bardzo pomogło dosłownie kilka firm
- Na długą metę małe spółki to (wraz ze średnimi firmami) faworyt na polskim rynku
- W średnim terminie do ostrożności skłaniać mogą jednak: wyceny, które osiągnęły górną granicę przedziału z ostatnich kilkunastu lat; perspektywa obniżania się dynamiki PKB w przyszłym roku.

*Tomasz Hońdo, CFA  
Starszy Ekonomista Quercus TFI S.A.*



# Frodo czeka na Ciebie!

Imię: Frodo

Rok urodzenia: 08.2022

Płeć: Samiec

Kastracja/sterylizacja: Tak

Budowa ciała: mały, krótki tułów i łapki

Futro: czarny

Stosunek do innych kotów: nie sprawdzono

Stosunek do psów: Nie sprawdzono

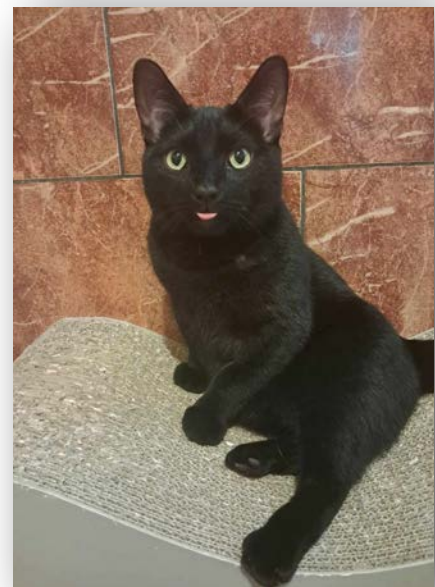
Stosunek do ludzi: bardzo Pozytywny

Charakter: otwarty, miziasty, bezproblemowy

Frodo to kocurek urodzony około 08.2022 r. Został oddany przez swoich właścicieli. Jest bardzo proludzki, uwielbia spędzać czas z człowiekiem i domaga się jak największej uwagi. Nie ma problemu z dziećmi. Jest też dość gadatliwy i uwielbia zabawę. Jest po kastracji, kuwetuje, testy FIV/FelLV ujemne.

Kontakt do schroniska

Korabiewice 11, Puszcza Mariańska,  
+48 519 615 975  
fcb@viva.org.pl



*Materiał przygotowany przez Zespół Q Value S.A.*



## Q Value w Polsce

### WARSZAWA

**Q Value S.A. - Centrala**

**WIDOK TOWERS**

Aleje Jerozolimskie 44

00-024 Warszawa

Tel.: 22 598 77 00 email: [biuro@qvalue.pl](mailto:biuro@qvalue.pl)

### KRAKÓW

**Q Value S.A. – Oddział**

Krasickiego 36A

30-503 Kraków

### KIELCE

**Q Value S.A. – Oddział**

Warszawska 31 (ew.nr lok. 204)

25-518 Kielce

### LUBLIN

**Q Value S.A. – Oddział**

Tomasza Zana 39A

20-634 Lublin

### KATOWICE

**Q Value S.A. – Oddział**

Żelazna 2 (bud. CitySpace Face2Face)

40-851 Katowice

### ŁÓDŹ

**Q Value S.A. – Oddział**

Gdańska 130 (budynek Stara Drukarnia)

90-520 Łódź

### POZNAŃ

**Q Value S.A. – Oddział**

(budynek Business Link Maraton)

ul. Królowej Jadwigi 43

61-871 Poznań

### WROCŁAW

**Q Value S.A. – Oddział**

Szczytnicka 11

50-382 Wrocław

**Śledź nasze profile!**



[qvalue.pl](https://qvalue.pl)



[QValueSA](https://www.facebook.com/QValueSA)



[qvaluesa](https://twitter.com/qvaluesa)



[qvaluepl/](https://www.instagram.com/qvaluepl/)

<https://qvalue.pl/kontakt/>