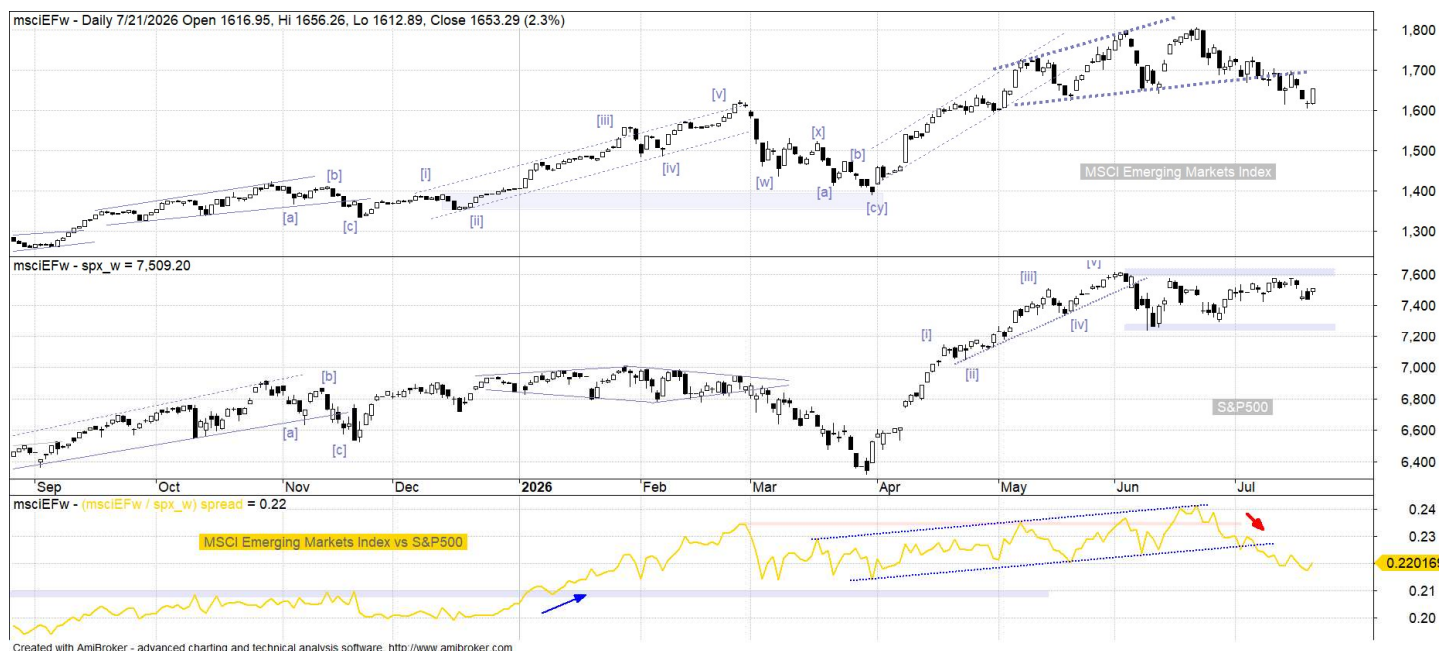


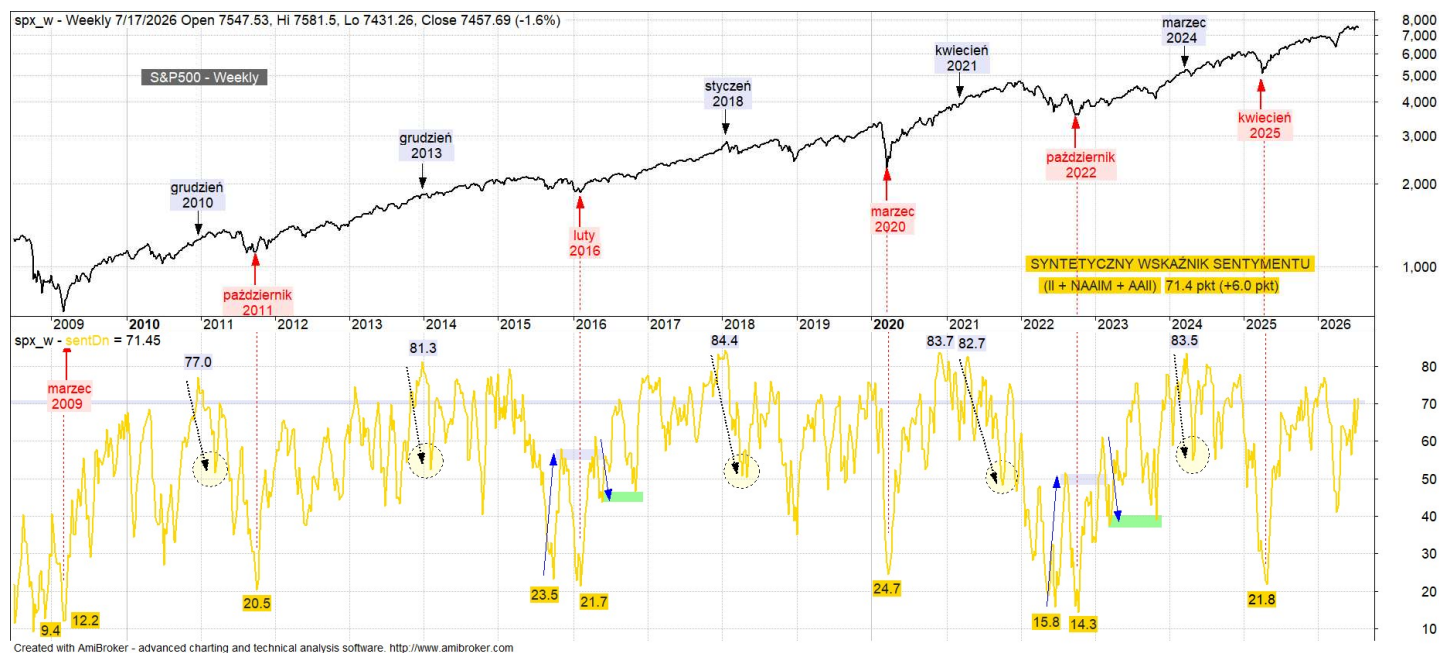


Początkiem czerwca S&P500 przełamał linię 5-falowego impulsu wzrostowego budowanego od czasu dołka z 30 marca, wstępnie sygnalizując możliwość przejścia w fazę korekty. Próbuąc oszacować jej kształt, po wariacie impulsu z wydłużoną falą [i] preferencję ma scenariusz zdecydowanie głębszego zniesienia, niż to które wyznaczone zostało przez czerwcowe minimum 7 239 pkt. Z punktu widzenia sezonowości warto powtórzyć, iż sąsiadujące ze sobą kwartały drugi i trzeci drugiego roku cyklu prezydenckiego w USA statystycznie wypadają najsłabiej spośród wszystkich szesnastu kwartałów składających się na pełny 4-letni cykl (szczegóły w sekcji WYKRESY DODATKOWE – USA). Dla zakończonego niedawno drugiego kwartału przeciętny wynik S&P500 liczony za ostatnich pełnych 11 kadencji (czyli od 1981 roku) wynosi minus 2.0 proc., natomiast dla trzeciego – minus 1.8 proc. Tymczasem stopa zwrotu liczona od początku 2Q'26 wynosi obecnie plus 15.0 proc., co przy założeniu nawet jedynie częściowego równania do średniej przekłada się na całkiem znaczący potencjał spadkowy.

Tracący od czerwcowego szczytu ponad 10 proc. MSCI Emerging Markets Index dotarł do pułapu 38.2%-50.0% zniesienia fali wzrostowej rozpoczętej końcem marca. Choć możliwość poszukiwania dna korekty jest już w tym miejscu dopuszczalna, to bez powrotu ponad dolne ograniczenie opuszczonej niedawno 2-miesięcznej formacji wierzchołkowej (obecnie ok. 1 700 pkt) więcej przemawiać będzie za jej dalszym przedłużeniem. Jednocześnie postępujące wyłamanie z 3-miesięcznego kanału wzrostowego relacji MSCI EM Index vs S&P500 sugeruje wejście w okres awersji do ryzyka, co w dalszej perspektywie podtrzymuje możliwość materializacji technicznych zagrożeń także w przypadku dość stabilnego w ostatnim czasie S&P500. W globalnej ocenie średnioterminowych perspektyw dla rynków akcji utrzymane zostaje **nastawienie neutralne**, przy czym można dodać, iż na obecnym etapie cyklu sentymentu ewentualna większa korekta nie groziłaby zakończeniem hossy i wiązała się z szansą na podwyższenie nastawienia.

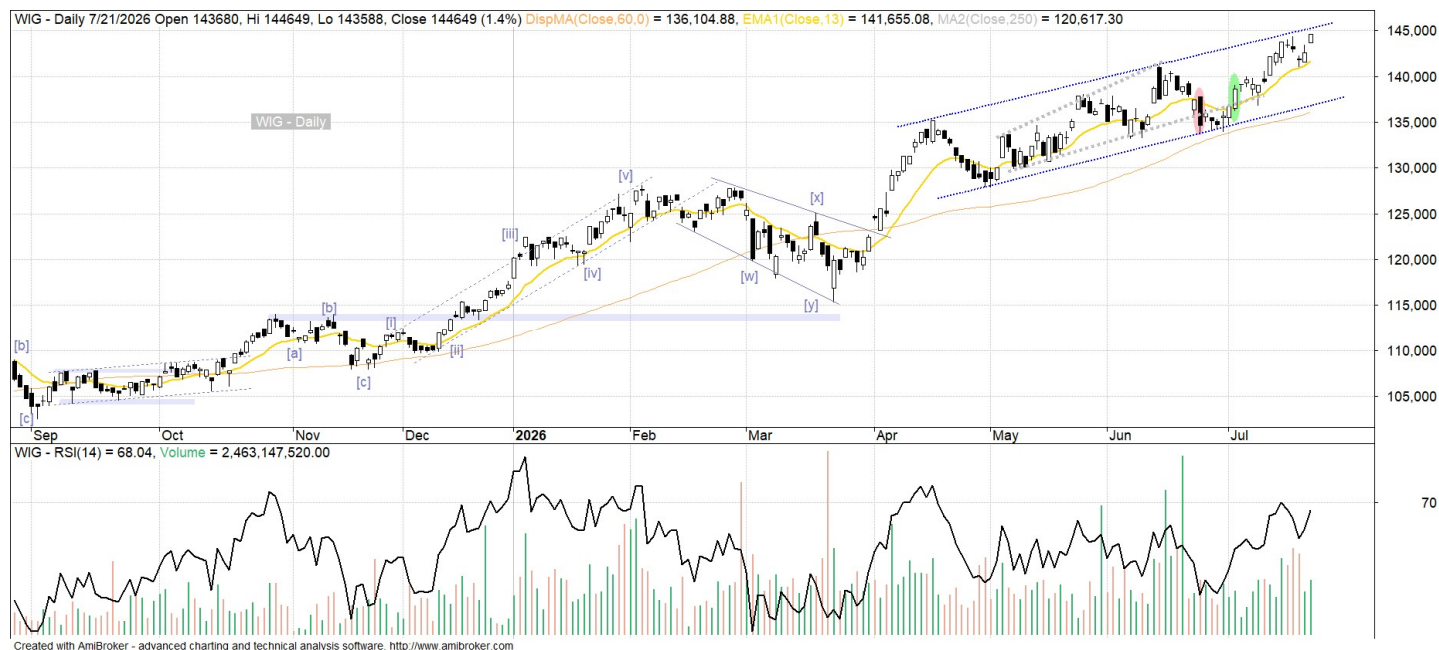
Ponad 10-procentowa korekta MSCI Emerging Markets Index na razie nie skutkuje adekwatnym pogorszeniem obrazu pozostałych rynków bazowych

SENTYMENT



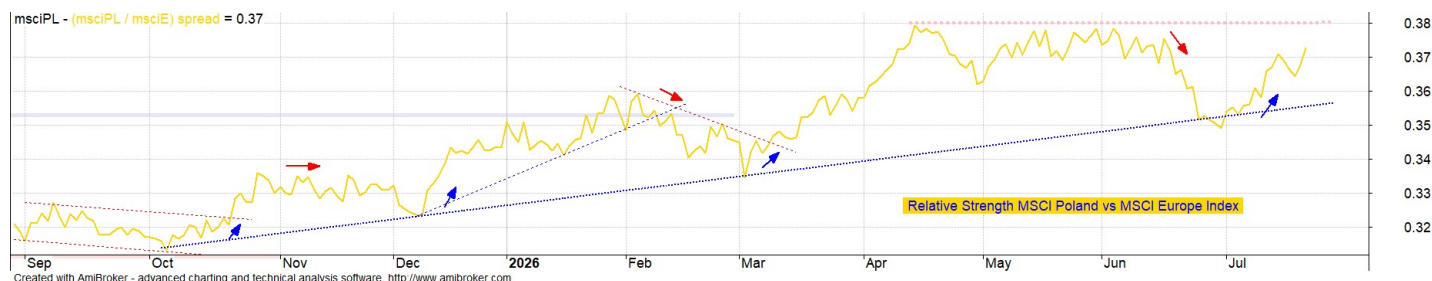
Syntetyczny wskaźnik sentymentu uśredniający znormalizowane do przedziału 0-100 pkt cotygodniowe odczyty Investors Intelligence (biuletyny inwestycyjne), NAAIM (aktywni zarządzający) oraz AAII (inwestorzy indywidualni) w ostatnich miesiącach dwukrotnie ustanawiał lokalne szczyty wyraźnie powyżej istotnego pułapu 70, z których ten pierwszy z października (74.6 pkt) kończył fazę półrocznego mocnego odbicia z jednej z najniższych od dekady wartości 21.8 pkt. Co najistotniejsze, ten odnotowany w kwietniu ub.r. wynik ułożył się w zakresie 14 – 24 pkt, gdzie w poprzednich czterech cyklach formowały się kontrariańskie dna sentymentu. Interpretacja skrajnie niskich odczytów sentymentu (w przeciwieństwie do odczytów skrajnie wysokich) jest dość jednoznaczna – pojawiają się one praktycznie jednocześnie z dnami cyklu hossy/bessy na rynku akcji, a ich długoterminowa bycza wymowa obowiązuje co najmniej do czasu pojawienia się kontrariańskiego szczytu (zazwyczaj powyżej 80 pkt). Ewentualne wątpliwości mogą początkowo dotyczyć jedynie wyboru pomiędzy schematem ‘pojedynczego’, bądź ‘podwójnego dna’ sentymentu, natomiast w obecnym przypadku dość szybko więcej przemawiało za tym pierwszym. Schemat ‘pojedynczego dna’ został zobrazowany na wykresie zamieszczonym w sekcji WYKRESY DODATKOWE – USA przez ścieżkę po październiku 2011. Podobieństwo do tej ścieżki pozwalało oczekiwać większej korekty jeszcze w 4Q’25, natomiast fakt, iż ostatecznie do niej nie doszło, już od początku 1Q’26 zwiększyło prawdopodobieństwo korekcyjnego scenariusza wynikającego z wejścia w trwający praktycznie do końca 3Q’26 najsłabszy okres w 4-letnim cyklu prezydenckim. Na krótką metę natomiast bardzo skutecznym wskazaniem przemawiającym za ostatnią dynamiczną próbą powrotu do trendu wzrostowego okazało się marcowe schłodzenie wskaźnika syntetycznego do bardzo niskiego jak na bieżący etap hossy pułapu 40 pkt.

G P W

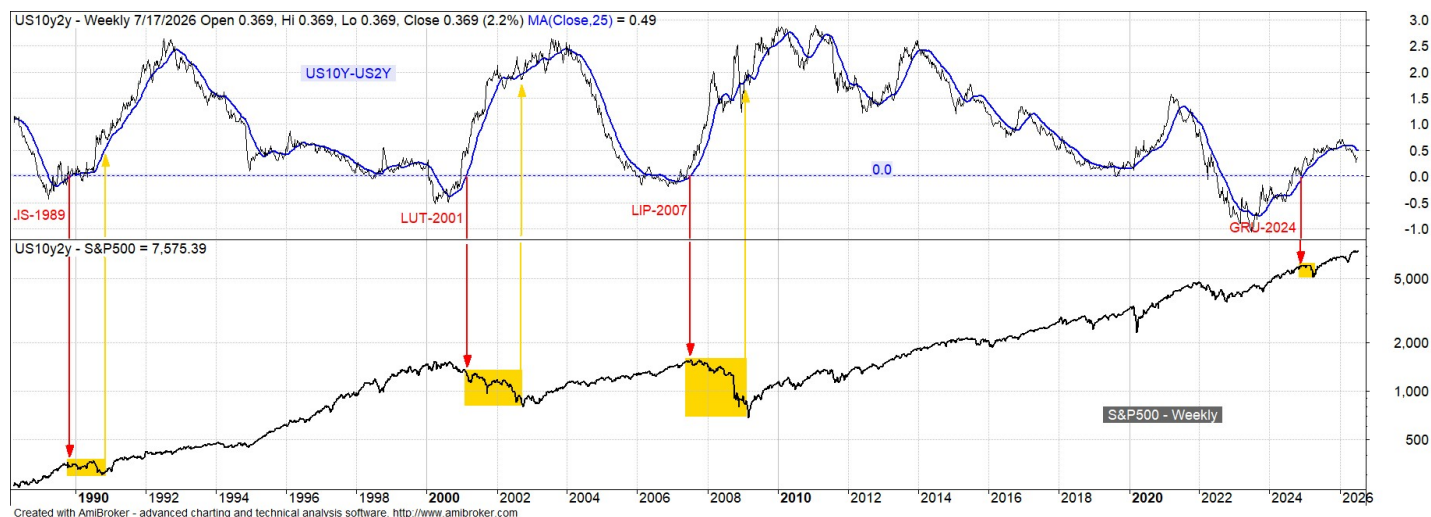


O ile od początku lipca w ogólnym obrazie rynków bazowych pojawiają się nowe sygnały o ostrzegawczym charakterze (najpierw 'pułapka hossy' w Europie, a obecnie udane jak na razie wyłamanie w segmencie EM), to rodzimy WIG raczej nieoczekiwanie zdołał w tym czasie odwrócić trudną sytuację po wcześniejszym negatywnym rozwiązaniu klina z okresu maj-czerwiec. Licząc od początku drugiej dekady lipca już kilkakrotnie poprawiany był dotychczasowy tegoroczny rekord z połowy czerwca (141.2 tys. pkt), jednak raczej trudno oczekiwać, by bez poprawy sytuacji zewnętrznej mogło także dojść do przełamania wznoszącej się bariery podażowej wyznaczonej przez szczyty z 17 kwietnia i 15 czerwca (obecnie ok. 146 tys. pkt), stanowiącej zarazem górne ograniczenie formowanego w tym czasie łagodnie nachylonego w górę kanału trendowego.

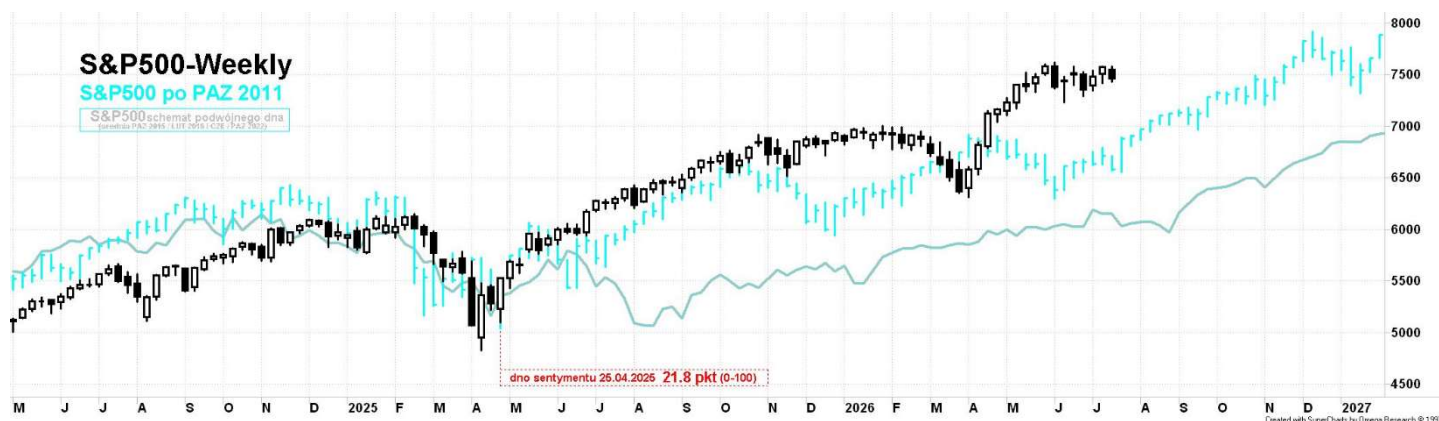
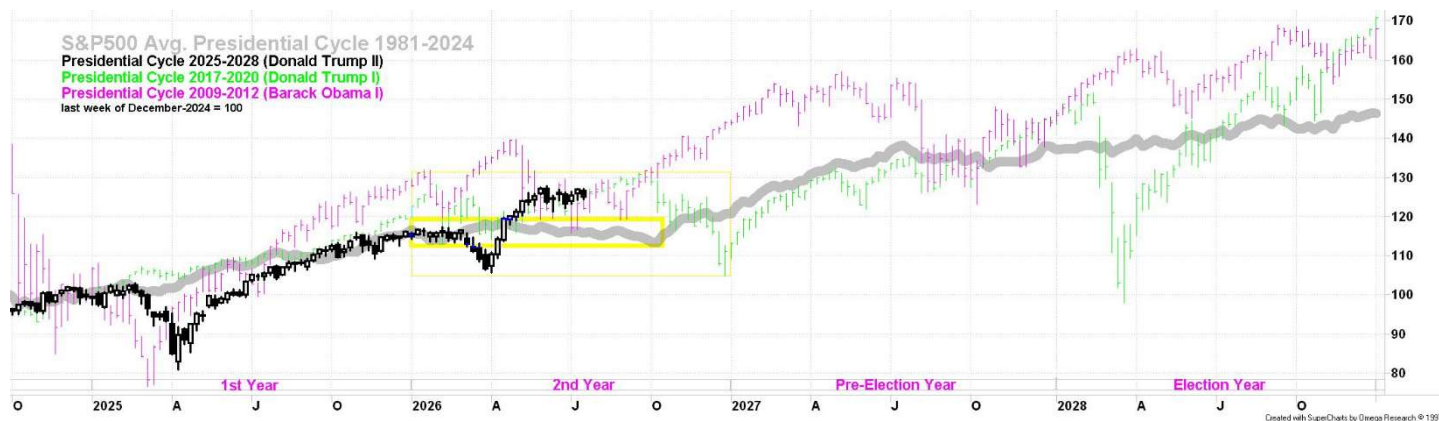
Krzysztof Ojczyk
Starszy Analityk
Noble Securities SA



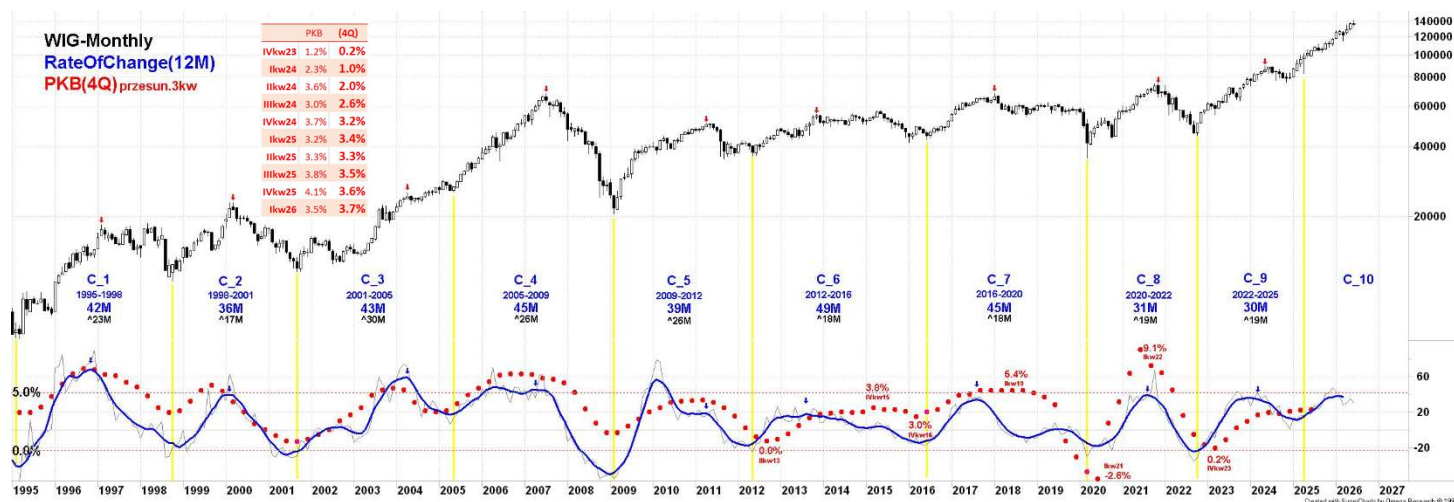
WYKRESY DODATKOWE - USA : KRZYWA DOCHODOWOŚCI, SENTYMENT - ANALOGIE



Inwersja krzywej dochodowości uważana jest za niezawodny prognostyk recesji w USA. W ostatnim cyklu inwersja po raz pierwszy pojawiła się w marcu 2022 roku (segment 10Y-2Y), a od września 2022 roku przybrała charakter trwały (poniżej zera spadła także półroczna średnia 10Y-2Y). Ostatnie przypadki trwałej inwersji pokazują, iż najmniej korzystny okres dla rynku akcji wypada w trakcie powrotu krzywej dochodowości do kształtu normalnego. Po mającym miejsce we wrześniu 2024 wyjściu nominalnych odczytów 10Y-2Y powyżej zera, o ugruntowaniu procesu wychodzenia z inwersji można mówić wraz z grudniowym opuszczeniem strefy wartości ujemnych także przez półroczną (25-tygodniową) średnią 10Y-2Y. Warto zauważyć, iż po fali przeceny z kwietnia ub.r. jeden z możliwych zakresów takiej bessy (porównanie do przypadku po listopadzie 1989) został już pod względem ceny zrealizowany (pod względem czasu sporo zabrakło).



WYKRESY DODATKOWE - POLSKA: CYKL KONIUNKTURALNY, PROGNOZA NA ROK 2026



Cykl koniunkturalny (określany także jako cykl Kitchina) bierze swą nazwę od tego, iż jest dostrzegalny nie tylko na rynku akcji (jako cykl hossy/bessy), ale także w sferze koniunktury gospodarczej. Na powyższym wykresie wyszczególnione zostało dziewięć ostatnich pełnych obrotów tego cyklu oznaczonych od C_1 do C_9 i zamykających się w przedziale czasowym 30-49 miesięcy (średnio 41 miesięcy), z czego na wzrostową fazę cyklu (hossę) przypada 17-30 miesięcy (średnio 22 miesiące). Dla lepszego wyodrębnienia czynnika cyklicznego przedstawiono także wygładzony roczny (12-miesięczny) wskaźnik ROC, na który nałożony został przesunięty o trzy kwartały wstecz wykres kwartalnych zmian PKB gładzony 4-okresową średnią. Ze względu na problematyczność dna C_9/C_10 z kwietnia ub.r. (poza dominującym uzależnieniem od cyklu sentymentu w USA i brakiem zwyczajowej synchronizacji z cyklem PKB, znaczenie ma także wysoka zmienność towarzysząca jego formowaniu) prognozę na 2026 oparto o dno poprzedniego cyklu (C_8/C_9), które stanowi zarazem początek kolejnego obrotu w SuperCyklu, na który składają się cztery pojedyncze obroty cyklu Kitchina. W porównaniu do przebiegu poprzednich SuperCykli rok 2026 zasadniczo powinien przynieść kontynuację fali hossy po dniu z kwietnia 2025, z tym, że na jego progu problemem stał się wysoki punkt odniesienia. W tym układzie utrzymująca się zależność z koniunkturą światową (m.in. słabszy okres w cyklu prezydenckim w USA oraz oczekiwania pierwszej większej korekty w globalnej hossie po kontrariańskim dnie sentymentu z kwietnia '25) wskazywała na możliwość okresowej słabości w I i II kwartale (ewentualnie również w III kw.), która zostałaby z małą nawiązką odrobiona w kwartale IV. Po tym jak pierwsze półrocze okazało się w USA i segmencie EM stosunkowo mocne, sezonowym typem na słabsze zachowanie staje się trzeci kwartał.



Noble Securities Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, Rondo Ignacego Daszyńskiego 2C, 00-843 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy, pod numerem KRS: 0000018651, z kapitałem zakładowym w wysokości 3.494.747 zł (w pełni wpłacony), REGON: 350647408, NIP: 6760108427.

Niniejsze opracowanie jest przygotowane przez analityka Noble Securities S.A., ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego, towaru czy innego instrumentu lub produktu. Opracowanie ani żaden z jego zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - kodeks cywilny,
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Opracowanie zostało przygotowane z należytą starannością i rzetelnością, na podstawie ogólnodostępnych informacji, które autor uznał za wiarygodne, ale ani autor, ani Noble Securities S.A. nie gwarantują jego kompletności i dokładności. Opracowanie i zawarte w nim komentarze wyrażają wyłącznie wiedzę oraz opinie i prognozy autora według stanu na dzień sporządzenia opracowania i nie powinny być inaczej interpretowane. Przedstawiane w opracowaniu opinie, komentarze lub prognozy mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Interpretacje wykresów są subiektywną oceną analityka dotyczącą oceny technicznej wykresów. Opracowanie opiera się również na założeniach, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne.

Opracowanie nie stanowi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, porady inwestycyjnej, rekomendacji inwestycyjnej lub innej informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywę Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, ani badania inwestycyjnego w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy oraz nie jest wskazaniem, iż jakakolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Obowiązujące w Noble Securities S.A. regulacje wewnętrzne mają na celu przeciwdziałanie powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku ich powstania, pozwalają nimi zarządzać w sposób zapewniający ochronę słusznym interesów Klientów. Szczegółowe informacje w tym zakresie są zamieszczone na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, gdzie zamieszczone są również informacje o ryzyku związanym z inwestowaniem w instrumenty finansowe.

Osoby korzystające z opracowania lub jego części nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia okoliczności lub innych czynników ryzyka te, które zostały wskazane w niniejszym opracowaniu.

Noble Securities S.A. i osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania osób lub podmiotów korzystających z opracowania ani za działania lub decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji lub opinii zawartych w opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść opracowania ponoszą wyłącznie osoby korzystające z tych informacji.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie jest przeznaczone do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji. Opracowanie nie stanowi oferty sprzedaży papierów wartościowych lub zaproszenia do złożenia oferty objęcia lub nabycia papierów wartościowych lub skorzystania z usług inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych Ameryki, ani dowolnej innej jurysdykcji, w której taka oferta lub zaproszenie do złożenia oferty byłoby sprzeczne z prawem.

Rozpowszechnianie lub powielanie opracowania w całości lub w jakiegokolwiek części bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.