Komentarz do wyników QUERCUS Global Balanced

Subfundusz QUERCUS Global Balanced osiągnął w lipcu stopę zwrotu -3,0%, a wynik od początku roku wyniósł +9,2%. Lipiec był pierwszym słabszym miesiącem po bardzo udanym pierwszym półroczu. Główną przyczyną była gwałtowna przecena spółek związanych z łańcuchem dostaw AI. Rotacja części portfela z najbardziej rozgrzanych spółek w stronę dużych i bardziej płynnych liderów ograniczyła skalę obsunięcia, ale nie pozwoliła na pełne uniknięcie skutków korekty. Dzięki ograniczonemu duration portfela dłużnego, słabsze zachowanie segmentu obligacyjnego miało ograniczony wpływ na portfel.

Mimo pozornego spokoju na poziomie szerokich indeksów, lipiec stanowił ciężką przeprawę dla inwestorów w sektorze technologicznym. S&P 500 stracił 0,1%, a Dow Jones zyskał 0,3%. Technologiczny Nasdaq 100 spadł jednak o 6,6%, a indeks półprzewodników SOX niemal o 21%. Jednocześnie koszyk spółek S&P 500 niezwiązanych bezpośrednio z AI znajdował się w okolicach historycznych rekordów. Nie była to zatem klasyczna ucieczka od ryzyka, a raczej bardzo gwałtowna rotacja z największych zwycięzców pierwszego półrocza w kierunku sektora ochrony zdrowia, dóbr konsumpcyjnych, banków oraz innych sektorów tradycyjnej gospodarki.

Korekta przybrała tak drastyczny przebieg między innymi ze względu na skrajne pozycjonowanie inwestorów. Wybrane koszyki spółek (tzw. high beta momentum) zanotowały obsunięcia rzędu 40–50%, a fundusze hedgingowe były zmuszone do gwałtownej redukcji swoich najpopularniejszych ekspozycji. Najbardziej spektakularnie wyglądała przecena segmentu pamięci i infrastruktury AI - SanDisk stracił od czerwcowego szczytu ponad połowę wartości. Sprzedaży dotychczasowych liderów towarzyszyło zamykanie krótkich pozycji na niepopularnych spółkach software’owych i internetowych, przez co część strategii long-short traciła jednocześnie na obu stronach portfela. Mijający miesiąc był dla nich jednym z najgorszych w historii, przekraczając obsunięcia z wielkiego kryzysu finansowego 2008 czy pęknięcia bańki internetowej z 2000 roku.

Nie oznacza to jednak, że fundamenty całego segmentu technologicznego uległy nagłemu załamaniu. Wskaźnik forward P/E dla indeksu Nasdaq 100 wynosi około

21, wobec dziesięcioletniej średniej na poziomie 23,0. Rynek jest tańszy niż historycznie i trudno mówić o skrajnej bańce obejmującej wszystkie sektory, zwłaszcza w przypadku największych spółek. Sezon wynikowy za Q2 2026 również zapowiada się silnie, co zobaczyliśmy przykładowo podczas konferencji Alphabetu. Problemem nie jest zatem brak zysków, ale raczej skala oczekiwań dotyczących ich trwałości. Rynek coraz mocniej obawia się o tempo wzrostu nakładów kapitałowych na rozwój AI. Możliwych powodów jest wiele: konkurencja ze strony chińskich modeli, brak dostępności finansowania, opóźnienia w oddawaniu centrów do użytku, czy wreszcie niepewny zwrot z inwestycji w sztuczną inteligencję.

Powyższą zależność dobrze widać na przykładzie segmentu pamięci na czele z koreańskim Hynixem. Kwartalne przychody spółki wzrosły r/r ponad trzyktornie do ok. 53mld USD, a zysk operacyjny o ok. 40mld USD. Inwestorzy zaczęli jednak ostrożniej podchodzić do szacunków przyszłych cen i wolumenów dostaw produktów (HBM i DRAM), co doprowadziło do spadku kursu o niemal 60% od szczytu i sprowadziło mnożnik forward P/E poniżej poziomu 3.0. Jeżeli cykl koniunkturalny w półprzewodnikach faktycznie zbliża się do końca, to nawet tak niskie wyceny mogą stanowić pułapkę. W mojej ocenie jest to jednak zbyt wczesna konkluzja, a wyniki w segmencie pamięci mają przed sobą jeszcze co najmniej kilka kwartałów poprawy.

Rynek obligacji nie zapewnił w drugiej połowie miesiąca skutecznej dywersyfikacji. Rentowność amerykańskich papierów 10-letnich rosła w lipcu nawet do 4,7%, a 30-letnich do niemal 5,2%. Z jednej strony, czerwcowy raport o inflacji był dla długu zdecydowanie pozytywny. CPI spowolnił do 3,5% r/r, a inflacja bazowa do 2,6%. Ważniejszym problemem pozostają jednak ceny energii, które były o niemal 16% wyższe niż przed rokiem. Na tym tle, powrót ryzyka geopolitycznego i ponowna eskalacja w Iranie mocno utrudniają zadanie amerykańskiemu Fedowi. Na lipcowym posiedzeniu amerykański bank centralny utrzymał stopy procentowe na poziomie 3,50–3,75%, ale w głosowaniu aż trzech członków Komitetu opowiedziało się za podwyżką. Jest to pierwsza taka sytuacja od 11 lat, co pokazuje rosnące napięcia wewnątrz FOMC. Nie wykluczamy, że do końca roku Fed zdecyduje się na pojedynczą podwyżkę stóp, jednak nie spodziewamy się większego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Irańska eskalacja odcisnęła bardzo mocne piętno na rynku ropy naftowej. Brent wzrósł z poziomu ok. 71 USD za baryłkę do ponad 100 USD, reagując na ponowne zamrożenie ruchu w Cieśninie Ormuz i ryzyko ataków na Morzu Czerwonym. Rynek pozostawał niezwykle wyczulony na jakiekolwiek informacje z frontu, a

nadzieja na deeskalację sprowadziła Brenta z powrotem poniżej 90 USD. Fizyczny rynek pozostaje jednak znacznie bardziej napięty niż sugerują krótkoterminowe ruchy kontraktów. Szczególnie niepokojąco wygląda sytuacja oleju napędowego. Cena kontraktu na low sulfur gasoil (benchmark dla diesla) z grudniową dostawą osiągnęła nowe rekordy, znacznie przebijając poziomy z początku wojny. Wysokie ceny paliw destylowanych mogą przekładać się na koszty transportu, rolnictwa i przemysłu nawet wtedy, gdy sama ropa tanieje na kolejnej informacji o potencjalnej deeskalacji.

W pierwszej połowie miesiąca portfel korzystał na dokonanej uprzednio rotacji z mniejszych, spekulacyjnych spółek z segmentu AI do sektorowych liderów (Amazon, Microsoft, Alphabet). Pozwoliło to na ograniczenie spadków w pierwszej fazie korekty. Wraz z pogłębianiem bessy na akcjach pamięciowych (Micron, Hynix), dokonywaliśmy jednak stopniowego powrotu do sektora. Ostatnia część miesiąca przyniosła dalsze, drastyczne obsunięcie kursów spółek technologicznych, co przełożyło się na słabsze wyniki subfunduszu. Nadal interpretujemy obecny ruch bardziej jako bardzo gwałtowną likwidację zatłoczonych pozycji, aniżeli ostateczne pęknięcie hossy AI. Do procesu odbudowy zaangażowania podchodzimy selektywnie, preferując firmy z silnymi bilansami, widoczną ścieżką generowania gotówki i trwałą przewagą technologiczną. W segmencie dłużnym utrzymujemy oportunistyczne podejście do duration, zdając sobie sprawę, że kolejne ruchy ropy oraz ton Fedu mogą nadal prowadzić do gwałtownych zmian rentowności. Udział akcji wynosi ok. 37%, z czego ok. 5% stanowią trzymane pod wezwanie papiery InPostu, a ok. 15% spółki z sektora półprzewodników. Ryzyko duration portfela wynosi ok. 2.6 roku.

Piotr Miliński
Zarządzający subfunduszem QUERCUS Global Balanced

Wykres nr 1: Lipcowy krach na spółkach momentum – miesięczna stopa zwrotu jest gorsza niż w okresach pęknięcia bańki internetowej lub wielkiego kryzysu finansowego z 2008 roku

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
5 Yr Avg	3.35	1.41	-2.38	-2.08	3.52	2.84	2.22	.69	-.36	5.13	4.31	-3.52
2026	8.35	1.60	-7.00	19.85	10.68	1.80	-25.15					
2025	8.42	-8.81	-12.57	5.29	13.24	7.55	6.16	.95	10.39	6.14	-10.47	-2.15
2024	2.00	13.88	4.71	-6.95	7.17	1.36	-.60	2.70	6.60	2.94	18.80	-9.80
2023	2.36	-2.57	-1.51	-.19	-1.61	6.84	3.69	-4.49	-7.03	-6.98	13.92	8.35
2022	-10.00	4.68	3.38	-9.68	.73	-11.50	9.37	.74	-7.44	12.87	2.56	-5.87
2021	13.99	-12	-5.91	1.12	-1.90	9.94	-7.54	3.53	-4.33	10.67	-3.25	-8.13

-25.15 25.15

Źródło: Bloomberg / Morgan Stanley, miesięczne stopy zwrotu indeksu Long Momentum, dane na 29.07.2026

Wykres nr 2: Ceny grudniowego kontraktu na ważny benchmark dla Diesla. W pierwszej fazie konfliktu pomagało nam uwolnienie zapasów i drastyczne zmniejszenie importu paliw przez Chiny. Tym razem margines błędu jest mniejszy

Źródło: Bloomberg

Ekspozycja subfunduszu na grupy ryzyka (stan na koniec lipca)

Portfolio		
Grupa ryzyka		Ryzyko
Akcje - półprzewodniki	5,0%	
Akcje - USA	2,3%	
Obligacje EUR / USD	1,8%	
Obligacje - Polska	1,2%	
Dolar Amerykański	0,9%	
Akcje - EM	0,7%	
Akcje - Japonia	0,5%	
Akcje - Polska	0,5%	

Ryzyko pozycji to iloczyn zmienności mierzonej rocznym odchyleniem standardowym oraz wagi danej klasy aktywów w portfelu.

Niniejszy materiał jest informacją reklamową. Ma charakter edukacyjno-informacyjny i stanowi wyraz własnych ocen, przemyśleń i opinii autora (autorów). Niniejszy materiał nie jest ofertą ani rekomendacją do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podane informacje nie mogą być traktowane jako usługa doradztwa inwestycyjnego lub innego typu doradztwa, w tym świadczenia pomocy prawnej. Zamieszczone w niniejszym dokumencie informacje nie stanowią 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). Autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. dołożyli należytej staranności w celu zapewnienia, aby zawarte w niej informacje były rzetelne i oparte na wiarygodnych źródłach. Niemniej jednak autor (autorzy) niniejszej publikacji oraz Quercus TFI S.A. nie ponoszą odpowiedzialności za jej prawdziwość i kompletność informacji, ani za wszelkie szkody mogące powstać w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. Quercus TFI S.A. udostępnia niniejszą publikację nieodpłatnie. Quercus TFI S.A. informuje, że z każdą inwestycją związane jest ryzyko.
QUERCUS Global Balanced (dalej: „Subfundusz”) jest subfunduszem QUERCUS Parasolowy SFIO. Informacje o QUERCUS Parasolowy SFIO oraz Subfunduszu, w tym szczegółowy opis polityki inwestycyjnej oraz czynników ryzyka, a także historyczne dane finansowe, zawarte są w Prospekcie Informacyjnym i

Dokumencie zawierającym kluczowe informacje, dostępnych w siedzibie Quercus TFI S.A. oraz na stronie internetowej. Quercus TFI S.A. ani QUERCUS Parasolowy SFIO nie gwarantują realizacji założonych celów inwestycyjnych ani uzyskania określonych wyników inwestycyjnych. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Wartość aktywów netto Subfunduszu może cechować się dużą zmiennością, ze względu na skład portfela, a w szczególności inwestowanie aktywów Subfunduszu w akcje i instrumenty pochodne. QUERCUS Parasolowy SFIO może lokować powyżej 35% wartości aktywów Subfunduszu w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski. Podane wyniki są stopami zwrotu jednostek uczestnictwa kategorii A Subfunduszu we wskazanym okresie. Wyniki te nie uwzględniają podatku od dochodów kapitałowych oraz opłat związanych z nabyciem jednostek uczestnictwa. Podane stopy zwrotu są oparte na danych historycznych i nie stanowią gwarancji uzyskania podobnych w przyszłości. Indywidualna stopa zwrotu z inwestycji każdego uczestnika zależy od dnia nabycia i dnia zbycia jednostek uczestnictwa oraz od pobranych opłat manipulacyjnych i wysokości należnego podatku. Wartości jednostek uczestnictwa Subfunduszu oraz Tabela Opłat dostępne są na stronie internetowej www.quercustfi.pl. Przed nabyciem jednostek uczestnictwa należy wnikliwie zapoznać się z Prospektem Informacyjnym oraz kosztami i opłatami związanymi z inwestowaniem w jednostki uczestnictwa. Quercus TFI S.A. posiada zezwolenie na prowadzenie działalności udzielone przez Komisję Nadzoru Finansowego, będącą dla Quercus TFI S.A. organem nadzoru.

- Drukuj
- PDF
- 134 odsłony

Wszystkie komentarze zarządzającego