



ALIOR
BANK

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

REKORDOWE WZROSTY NA RYNKACH FINANSOWYCH



AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych
Grudzień 2020 r.

Lista autorów

Zbigniew Obara

Menedżer ds. Analiz

Makler Papierów Wartościowych

Jakub Szczepaniec

Ekspert ds. Analiz Makroekonomicznych

Dział Analiz Makroekonomicznych

Marcin Brendota

Ekspert ds. Analiz

Doradca Inwestycyjny

Rafał Komar

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Doradca Inwestycyjny

Adam Dudoń

Ekspert ds. Analiz

Doradca Inwestycyjny

Bartłomiej Zalewski

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Damian Marciniak

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Marek Libner

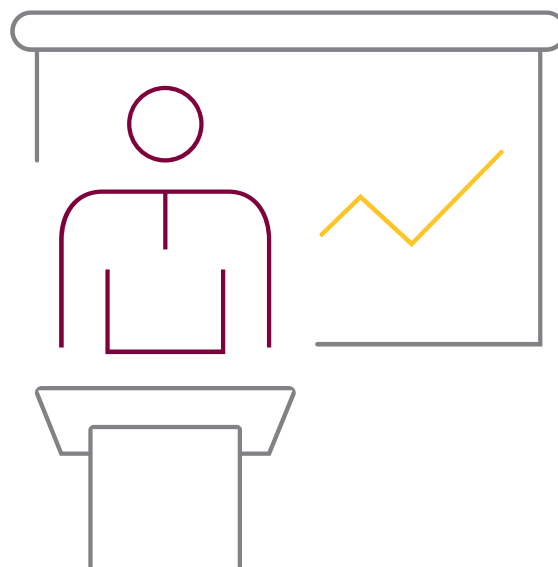
Menedżer ds. Inwestycyjnych

Doradca Inwestycyjny

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

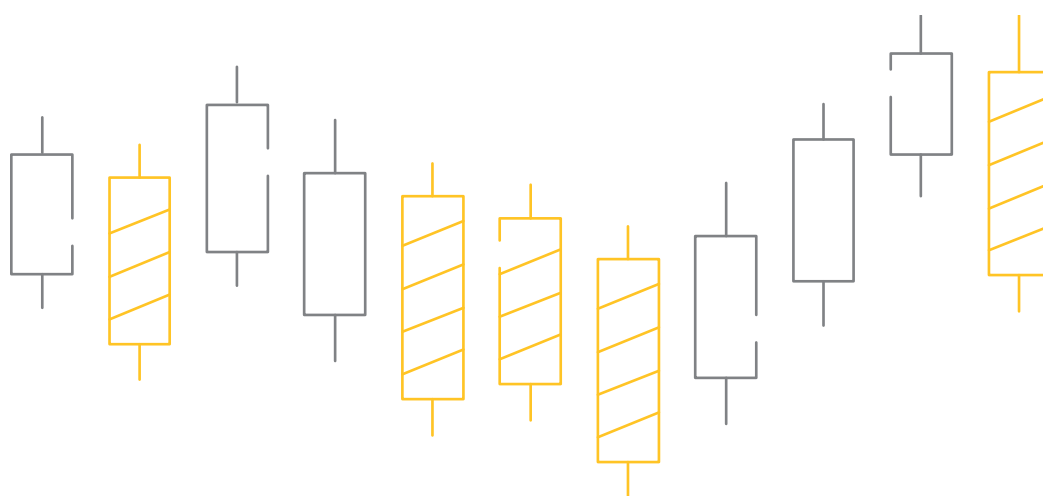
Makler Papierów Wartościowych



11 grudnia 2020 r.

Spis treści

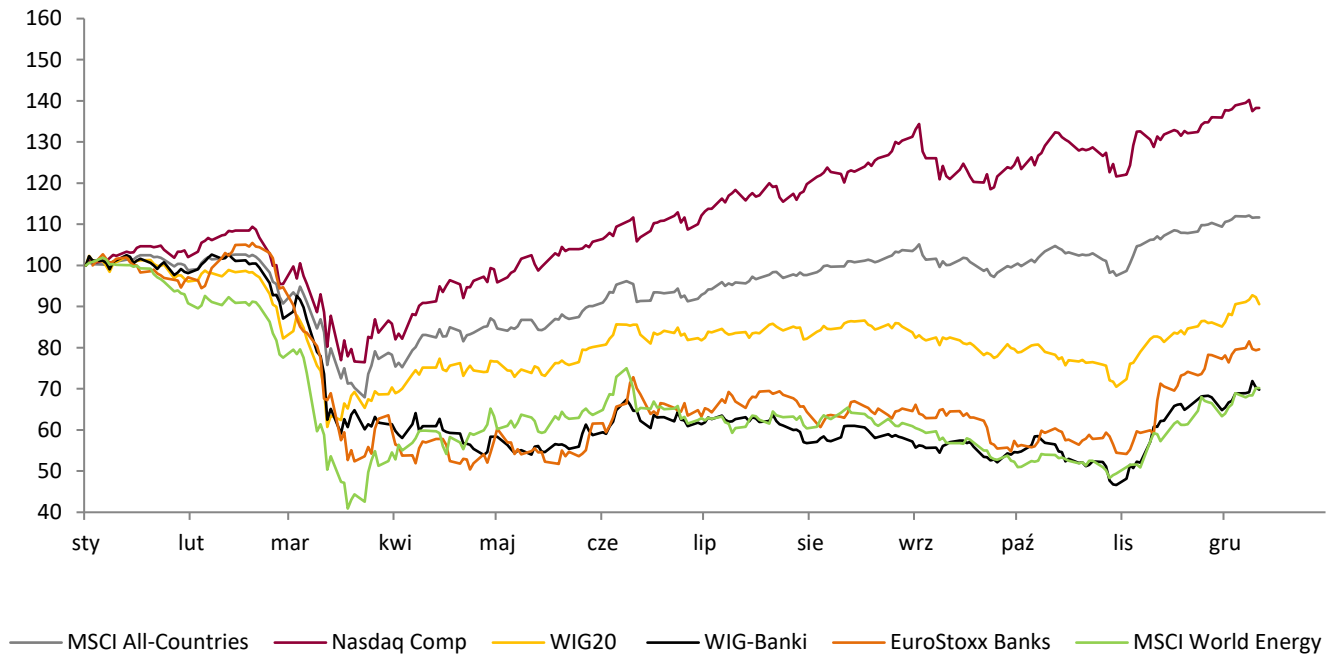
Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte – DM	7
Japonia	8
Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM)	9
Polska	10
Obligacje	11
Zagraniczne korporacyjne IG	11
Zagraniczne korporacyjne HY	12
Surowce	13
Ropa	13
Złoto	14
Metale przemysłowe	14
Towary rolne.....	15
Ważne informacje	19



Wstęp

- Listopad oraz początek grudnia to gigantyczne wzrosty na giełdach akcji, którym dodatkowo towarzyszyły charakterystyczne dla fazy *risk-on* na rynkach finansowych: zawężanie się premii (spreadów) kredytowych na rynkach obligacji korporacyjnych oraz obligacji skarbowych krajów z rynków wschodzących, jak również wzrosty na szerokim rynku surowcowym a spadki cen złota
- Główne wydarzenia stanowiące tło dla powyższych to coraz bliżej formalnego rozstrzygnięcia wyborach prezydenckich w USA (15 grudnia głosowanie elektorów, którego wynik jeszcze w styczniu musi zatwierdzić Sąd najwyższy), ale także, a nawet przede wszystkim - publikacje obiecujących wyników badań nad szczepionkami przez trzech różnych producentów z krajów Zachodnich (1. konsorcjum niemieckiego BionTech oraz amerykańskiego Pfizera, 2. amerykańskiej Moderna oraz 3. brytyjskiej Astra Zeneca); w 3-ej, tj. ostatniej fazie badań klinicznych, znajduje się jeszcze co najmniej 5 innych specyfików i publikacji ich rezultatów także można spodziewać się w najbliższym czasie (własnymi szczepionkami szczepią m.in Rosja i Chiny)
- Jeszcze ciekawsza jest analiza struktury zmian na giełdach: perspektywa pojawienia się szczepionek, bez względu na ich faktyczną skuteczność (proces prac oraz zbierania danych klinicznych był w tych przypadkach maksymalnie skrócony) obudziła wiarę w szybszą odbudowę gospodarczą, a więc czynnik ze szczególnie mocnymi implikacjami dla kursu akcji szeregu spółek cyklicznych, na czele z bankami, spółkami energetycznymi, nieruchomościowymi, transportowymi, czy surowcowymi; oczywiście mniejszy sposób informacje te przysłużyły się kursom spółek technologicznych i innych, których wyniki finansowe na pandemii nie traciły, a w niektórych przypadkach – wręcz przeciwnie – zyskiwały i to niemało
- Perspektywy dla rynku akcji i obligacji na najbliższe 6-12 mies. oceniamy jako zbilansowane- z jednej strony momentum rynkowe dla akcji jest znakomite i skłonność do pozbywania się akcji w sytuacji poprawy perspektyw gospodarczych powinna być na rynku niewielka, z drugiej skala wzrostów z listopada i początku grudnia są na tyle duże, że przynajmniej w średnim terminie rośnie ryzyko realizacji zysków, a optymistyczne konsensusy prognoz wyników spółek na rok przyszły i następne tworzą pewnego rodzaju ryzyka, w sytuacji gdy nie zostaną „dowiezione”
- W obrębie akcji pozytywniej aniżeli na giełdy rynków rozwiniętych (USA, Europa, Japonia) zapatrujemy się na giełdy rynków wschodzących, w szczególności azjatyckich oraz polską
- W obrębie obligacji, w szeregu segmentach występują zniekształcenia wycen politykami banków centralnych, a przez to niezadowolających rentowności; dotyczy się to większości obligacji skarbowych krajów wysoko-rozwiniętych (DM), ale także Polski, gdzie zakupy banku centralnego oraz nadpłynność w sektorze bankowym spowodowana „zastrzykami” finansowymi w ramach tzw. tarcz antykryzysowych, przy jednocześnie zmniejszonej konsumpcji oraz skłonności do inwestowania zarówno gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw, doprowadziły do „zbitcia” rentowności tychże papierów skarbowych do poziomów znacznie poniżej poziomów inflacji; na świecie wyjątek stanowią obligacje skarbowe bardziej „egzotycznych” krajów, jak Brazylia, Meksyk, RPA Rosja i innych wchodzących w skład koszyka emitentów EM
- Także w segmentach obligacji korporacyjnych premie kredytowe są znacznie niższe aniżeli wynikałoby to z fazy cyklu gospodarczego i kredytowego, w którym znajduje się globalna gospodarka – to także efekt zarówno faktycznej aktywności po stronie popytowej, jak również werbalnym interwencjom ze strony czołowych banków centralnych na czele z amerykańską Rezerwą Federalną (Fed) oraz Europejskim Bankiem Centralnym (EBC) – mimo znaczącej konwersji spreadów (spadku premii), zarówno na zagranicznym rynku obligacji korporacyjnych, jak i krajowym, za rozsądniejsze uważamy przeważanie emitentów o lepszym standingu finansowym (*investment grade*) nad pozostałymi (*high-yield/ sub-investment grade*) (zo).

Wybrane indeksy i sub-indeksy giełdowe – od początku roku (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

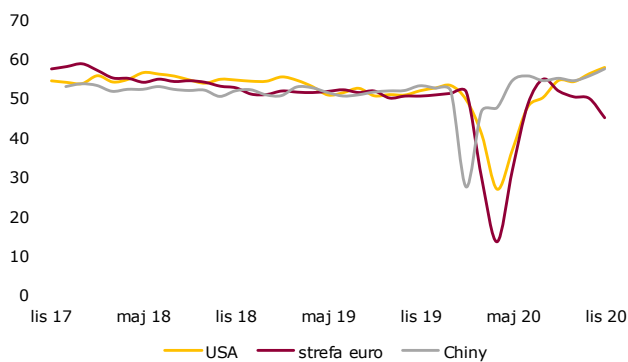
Opis sytuacji gospodarczej

Epidemia wciąż w istotnym stopniu determinuje rytm aktywności gospodarczej, tak więc pojawienie się w listopadzie informacji o 3 prawdopodobnych szczepionkach różnych producentów, które będą poddawane ocenie regulatorów w poszczególnych krajach wysoko-rozwiniętych, na czele z USA i Unią Europejską, to dobra informacja w kontekście przyszłych danych gospodarczych. Tym ważniejsza, iż epidemia jesienią okazała się bardziej uporczywa i kosztowniejsza w zwalczaniu niż to sugerowały miesiące letnie. Oczywiście doświadczenia z pierwszej fali pozwoliły istotnie zredukować skutki ekonomiczne drugiej, niemniej bez szczepionki (przy założeniu jej skuteczności) przyszła odbudowa koniunktury na świecie byłaby wolniejsza i zapewne obciążona większymi kosztami po stronie zdrowia i życia.

Szczepionkę Pfizera jako pierwsza 2 grudnia zatwierdziła w trybie przyspieszonym brytyjska agencja dopuszczeniowa, niemniej możliwości po stronie produkcji czy też dystrybucji sugerują, iż istotne zmarginalizowanie problemu Covid-19 za pomocą szczepionek to raczej kwestia dopiero II niż I kwartału przyszłego roku (czyli okresu, w którym i tak liczba infekcji na półkuli północnej w naturalny sposób spada).

Tym samym w najbliższych miesiącach świat będzie się jednak jeszcze zmagał z pandemią głównie przy użyciu dotychczasowych metod, a aktywność gospodarcza do pewnego stopnia będzie ograniczona w związku z mniejszymi lub większymi restrykcjami epidemicznymi czy też samoograniczeniem ludności.

PMI Composite dla największych obszarów gospodarczych



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

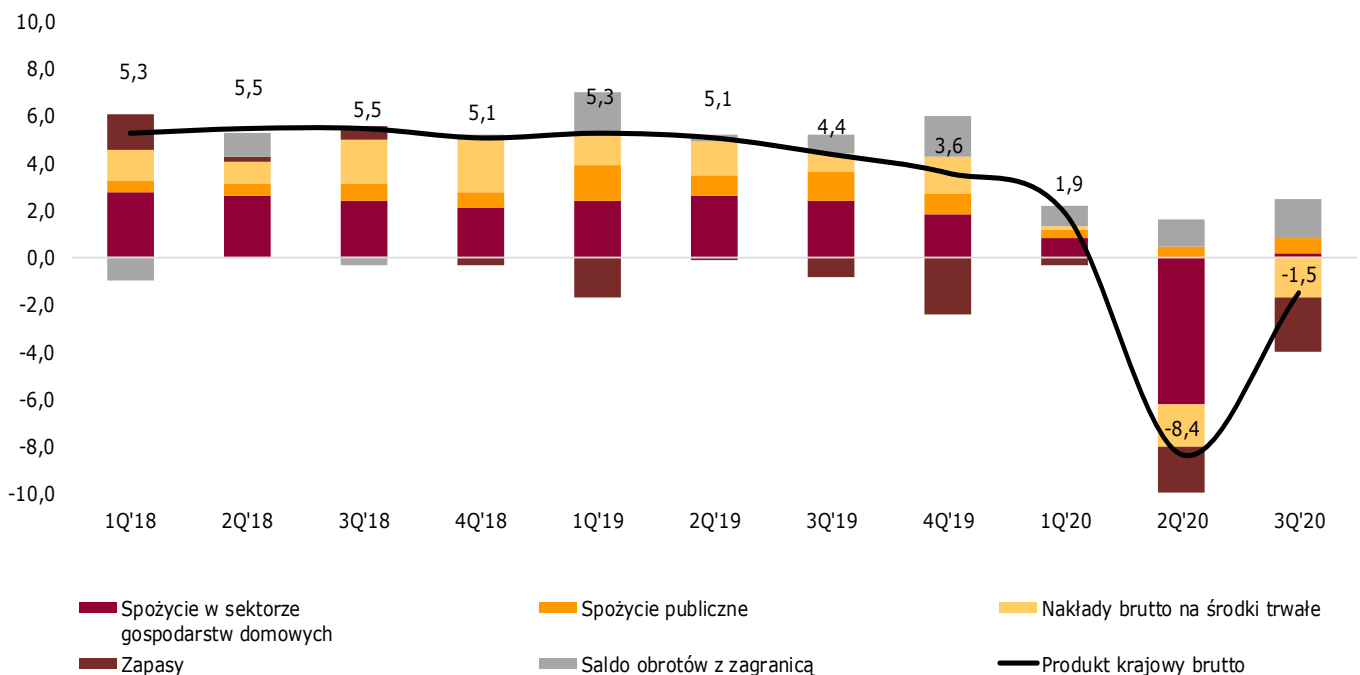
W strefie euro ożywienie zostało przerwane przez jesienną falę Covid-19. Wygląda na to, iż kulminacja spowolnienia gospodarczego w II fali pandemii miała miejsce w listopadzie i było ono wyraźnie płytsze niż w wiosnę. Wprowadzone *lockdowny* w wersji *light* spełniły swoją rolę znacznie obniżając przyrost zachorowań, co pozwala na powolne luzowanie restrykcji.

W Stanach Zjednoczonych jesienna fala przyszła później niż w Europie i w zasadzie wciąż trwa. Restrykcje są stopniowo zaostrzane, póki co jednak bez mocno negatywnego wpływu na koniunkturę. Ożywienie w USA, przynajmniej wg wskaźników koniunktury PMI, w poprzednim miesiącu przyspieszyło zarówno w sektorze usług jak i przemysłu. Sygnałem ostrzegawczym są: pogorszenie nastrojów konsumenckich oraz przerwanie poprawy na rynku pracy w listopadzie.

Chiny z epidemią radzą sobie wg oficjalnych statystyk najlepiej. Kontynuowane jest też ożywienie gospodarcze i wygląda na to, że dynamika PKB w IV kw. będzie zbliżona do poziomu obserwowanego w całym 2019 (ok. 6%).

Polska gospodarka w IV kw. weszła w relatywnie dobrej kondycji, po spadku PKB w II kw. o 8,4% i 1,5% r/r w III. Ożywienie k/k było napędzane konsumpcją prywatną, publicznymi wydatkami oraz eksportem. Kryzys jednak odbił się na strategii firm, które ograniczały koszty, nadal mocno redukując inwestycje oraz wyprzedając zapasy.

Kwartalne dynamiki PKB Polski wraz z kontrybucją (% r/r)



źródło: GUS, opracowanie własne

Oczywiście IV kw. jest już pod silnym wpływem przyspieszenia epidemii i wprowadzanych ograniczeń, przy czym redukcja aktywności gospodarczej jest wyraźnie mniejsza niż na wiosnę. Ponadto wygląda na to, iż najgorsze pod kątem epidemicznym mamy za sobą co skłoniło rząd do poluzowania restrykcji od końca listopada (otwarcie galerii handlowych) i jednocześnie sugeruje, iż ub. miesiąc był lokalnym dołkiem koniunktury.

W IV kwartale Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Banku spodziewa się spadku PKB o 4,3% r/r, a w 2021 r.

Prognozy gospodarcze dla Polski z dnia 11.18.2020 r.

	2018	2019	2020P	2021P
Wzrost gospodarczy				
PKB (realna zmiana)	5,4	4,5	-3,2	3,8
Inwestycje (realna zmiana %)	9,4	7,1	-8,7	5,4
Konsumpcja prywatna (realna zmiana w %)	4,3	4,0	-3,7	4,7
Ceny i płace				
Inflacja CPI - koniec okresu	1,1	3,4	2,6	2,4
Inflacja CPI - średnia (%)	1,7	2,3	3,4	2,2
Płace nominalne (w sektorze przedsiębiorstw) - średnia zmiana (%)	7,1	6,6	4,5	5,1
Rynek pracy				
Bezrobocie - koniec okresu w %	5,8	5,2	6,4	6,0
Bezrobocie - średniorocznie (%)	6,1	5,4	5,9	6,1
Zatrudnienie (w sektorze przedsiębiorstw) - średnia zmiana (%)	3,5	2,6	-1,3	1,2

źródło: Dział Analiz Makroekonomicznych Alior Banku

Akcje

Rynki rozwinięte – DM

Listopad był niezwykle udanym miesiącem dla globalnych rynków rozwiniętych i indeks MSCI World zanotował drugi najlepszy w 50-letniej historii wynik (+12,7%). Najlepszy wynik w tym okresie sprzed ponad 40 lat był raptem o 1,5 pp wyższy. Tak mocny przyływ optymizmu windujący indeks na nowe rekordowe poziomy można przypisać przede wszystkim rosnącym oczekiwaniom zażegnania globalnej pandemii „koronawirusowej” w miarę dynamicznego postępu prac nad szczepionką i publikacją wyników badań klinicznych przeprowadzanych w igrzysku ekspresowym tempie. Zażegnanie pandemii (o ile nastąpi) będzie oznaczać szybki powrót globalnych gospodarek oraz wyników spółek giełdowych na ścieżkę

odbicia o 3,8% r/r. W I poł. przyszłego roku widoczne będą jeszcze zmagania z epidemią przy utrzymaniu części restrykcji. Wg strategii rządowej prawdopodobny jest powrót do obostrzeń stosowanych lokalnie.

II połowa przyszłego roku powinna przynieść już wyraźniejsze ożywienie przy sporych szansach na zaszczepienie dużej części populacji oraz wzrost naturalnej odporności na Covid-19, przez co życie społeczne i gospodarcze powinno wracać do normalności.

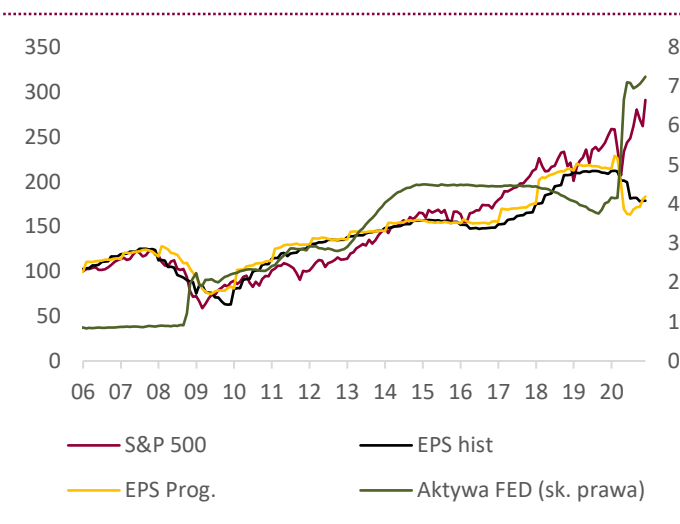
wzrostu i taki scenariusz, jak można wnioskować, jest podstawą wielu decyzji inwestycyjnych. Należy jednak uwzględnić, że nadal niebagatelną rolę w budowaniu popytu na akcje spółek mają decyzje banków centralnych. Utrzymujące się przez kolejne miesiące lub wręcz lata (jak np. w strefie euro) zerowe stopy procentowe nie pozostawiają zbyt dużego wyboru w co warto inwestować, i akcje są tutaj naturalną przeciwwagą dla oferujących blisko zerowy dochód (lub wręcz realnie ujemny) instrumentów wolnych od ryzyka, jak np. obligacje rządowe.

Aktywa głównych banków centralnych masowo skupujących aktywa (dodruk pieniądza) osiągnęły rekordowo wysokie poziomy, w przypadku amerykańskiej

Rezerwy Federalnej, wręcz podwajając się od marca. Szybka interwencja banków centralnych zapewne pozwoliła uchronić główne gospodarki przed silniejszą zapaścią niż tak która i tak była znaczna w I półroczu, ale jednocześnie wpłynęła na wzrost wycen aktywów, również kapitałowych (np. akcje). W konsekwencji spowodowało to bardzo mocny wzrost wskaźników P/E (cena do zysku na akcję) na głównych rynkach, zarówno wg zysków historycznych, jak i prognozowanych, co oznacza, że wzrost cen akcji znacząco wyprzedził generowane zyski nie tylko w ujęciu historycznym, czyli obejmującym ostatnie słabsze „pandemiczne” wyniki, ale również te oparte na bardzo optymistycznych prognozach, zwłaszcza w odniesieniu do przyszłego roku. Konsensus dla amerykańskich spółek przewiduje powrót generowanych zysków na poziomie całego rynku do poziomu sprzed pandemii z końcem 2021 r., dla spółek europejskich to może nastąpić nawet później.

Pojawia się więc pytanie, skoro teraz wzrost cen akcji napędzają tak wysokie oczekiwania odbicia „popandemicznego” mocno zasilanego działalnością banków centralnych, to co się stanie, jeżeli już ten stan normalności będzie coraz bliższy, a jednocześnie banki centralne nie będą widziały dalszej potrzeby prowadzenia polityki pieniężnej w obecnym kształcie.

Aktywa FED w bln USD, indeks S&P500 oraz zysk na akcję historyczny (EPS hist.) i prognozowany (EPS Est.) (normalizacja 2006 = 100)



Źródło: Bloomberg

Najbardziej naturalną odpowiedzią byłoby, że to w końcu generowane zyski (wobec których są wyrażane obecnie bardzo optymistyczne szacunki) muszą dogonić rynkowe wyceny, czyli muszą zacząć rosnąć w tempie szybszym niż cen akcji oraz polityka banków centralnych zacznie na powrót dbać o wartość pieniądza. Jako że nie można jednoznacznie oszacować tego momentu oraz widmo różnych ryzyk jest wciąż duże (np. niepewność związana ze skutecznością szczepionki, trwała zmiana nawyków konsumenckich itd.) utrzymujemy lekko negatywne nastawienie do akcji rynków rozwiniętych. Ale w ramach tego uznajemy za wciąż właściwe, mimo wysokich wycen, posiadane akcje amerykańskich spółek wzrostowych, które udowodniły swoją odporność w wynikach finansowych na pierwszej fali pandemii oraz mają potencjał do dalszego wzrostu wyników. Jednocześnie zaangażowanie w globalne spółki *value* pozwala mitygować ryzyko wysoko wycenianych spółek wzrostowych podmiotami o bardziej stabilnych i bezpiecznych bilansach, gdzie wyceny rynkowe są mocniej związane z bieżącą sytuacją przedsiębiorstw, w miejsce huraoptymistycznym oczekiwań. Przed miesiącem zaczęliśmy dostrzegać również większe szanse dla akcji europejskich, które mimo słabszych wyników po III kw. (spadek zagregowane zysku na akcję indeksu Stoxx Europe 600 o 27% r/r) mają szansę odżyć na fali postępującego ożywienia w Chinach, dla których Europa jest jednym z głównych partnerów handlowych, oraz w obliczu zacieśnienia współpracy ze Stanami Zjednoczonymi pod nową prezydenturą. (mb)

Japonia

W listopadzie w ślad za indeksami światowymi nastąpiło wybiecie górą ma japońskim rynku akcji. Główny indeks japońskiej giełdy w Tokio - Nikkei 225 osiągnął pod koniec miesiąca pułap ponad 26000 punktów - poziomy nienotowane od 1991 roku. Wystrzałowi indeksu Nikkei tym razem nie towarzyszyło osłabienie japońskiej waluty co lokalnie często miało miejsce przy dynamicznych zwyczajach indeksu w przeszłości.

Większość firm Kraju Kwitnącej Wiśni zaraportowała za III kw. zyski powyżej oczekiwań. Głównym gospodarczym wydarzeniem poprzedniego miesiąca był odbywający się w Wietnamie szczyt państw ASEAN (Stowarzyszenia Narodów Azji Południowo-Wschodniej) podczas którego

Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM)

15 listopada piętnaście państw z Azji i Pacyfiku podpisało umowę o utworzeniu Regionalnego Kompleksowego Partnerstwa Gospodarczego (RCEP). Po jej ratyfikacji, możliwej w 2021 r., powstanie największa strefa wolnego handlu na świecie. Sygnatariusze to kraje o łącznej liczbie 2,2 mld ludności, odpowiadające za 30 proc. globalnego PKB i 29 proc. światowego handlu. Głównym założeniem jest stopniowa likwidacja w ciągu 20 lat prawie 90 proc. barier celnych między uczestnikami porozumienia. W historycznym porozumieniu duży nacisk położono na wprowadzenie wspólnych przepisów co do pochodzenia towarów, dzięki czemu łatwiej będzie na przykład określić, który towar jest zwolniony z ceł wewnętrznych, a który należy ocieć - ze względu na wytworzenie go w większości poza krajami RCEP. Niewątpliwie usprawni to działanie łańcuchów dostaw. Porozumienie wprowadza także regulacje w przepływie kapitału i usług, e-handlu, standardach technicznych i własności intelektualnej. Szacuje się, że połączenie tych różnych mini transakcji w jeden wielki pakt może znacznie zmniejszyć nieporozumienia handlowe i pomóc w znacznym pobudzeniu azjatyckiego PKB w nadchodzących latach.

Świetnej atmosfery i mocnych wzrostów nie była w stanie powstrzymać nawet pogarszająca się sytuacja epidemiologiczna związana z COVID-19. Japonia notuje ostatnio wyraźny wzrost zakażeń koronawirusem, a miejscowi eksperci mówią o trzeciej fali pandemii. Służby medyczne Japonii zgłaszały w ostatnich dniach zwykle ponad 2 tys. nowych zakażeń dziennie. Liczba chorych w ciężkim stanie wzrosła w ubiegłym tygodniu do 376 - najwyższego poziomu od początku kryzysu. To blisko dwa razy więcej niż przed miesiącem, ale to nadal znacznie mniej, zwłaszcza w przeliczeniu na ilość mieszkańców niż w Europie czy USA.

W bieżącym miesiącu uwaga inwestorów będzie skierowana na Japoński Bank Centralny i jego ewentualne komunikaty, którego posiedzenie zaplanowano na połowę grudnia – 18.12.2020. (rk)

Do kluczowych listopadowych wydarzeń dla rynków wschodzących należy z całą pewnością zawarcie 15 listopada Regionalnego Kompleksowego Partnerstwa Gospodarczego (Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP), które jest porozumieniem o wolnym handlu zawartym pomiędzy 15-stoma krajami azjatycko-oceanicznymi. W porozumieniu zabrakło jednak jednej z czołowych światowych gospodarek – Indie zrezygnowały z członkostwa w obawie przed zalewem produktami pochodzącymi z taniego chińskiego importu, co uderzyłoby w indyjskich producentów. Niewykluczone jest, że Indie dołączą do partnerstwa w późniejszym terminie.

Członkowie porozumienia odpowiadają za około 30% populacji światowej oraz 30% globalnego PKB. Nowe partnerstwo swoim rozmiarem przerośnie Unie Europejską oraz porozumienie USA-Meksyk-Kanada. W ciągu następnej dekady w ramach partnerstwa planowane jest zniesienie 90% barier handlowych oraz ustanowienie zasad dotyczących handlu i własności intelektualnej. Porozumienie zwiększy efektywność łańcucha dostaw i zredukuje zbędne koszty, co wzmocni pozycję Azji w globalnym handlu, a może osłabić znaczenie Stanów Zjednoczonych na globalnym rynku.

Kluczowy członek nowego porozumienia wkracza w nowy 5-letni plan, co wiąże się z pewną szansą dla wybranych sektorów chińskiej gospodarki. Państwo Środka, dotknięte wojną handlową, w nowym planie stawia na 3 filary – digitalizacja, niezależność i popyt wewnętrzny. Realizacja pierwszego z wymienionych celów przyspieszyła ze względu na pandemię Covid-19 – część społeczeństwa została niejako zmuszona do korzystania z dobrodziejstw cyfryzacji, takich jak zakupy online czy telemedycyna. Szeroko pojęty sektor nowych technologii stanowi obecnie 50% indeksu MSCI China, gdy jeszcze 5 lat temu stanowił zaledwie 13%.

Transformacja gospodarki wymagać będzie sporych nakładów inwestycyjnych, w nieodległej przyszłości kapitału wymagać będzie rozwój sieci 5G, a w dłuższym horyzoncie największym wyzwaniem dla chińskiej gospodarki będzie transformacja energetyczna. Chiny do

2035 roku zobowiązały się osiągnąć szczyt emisji dwutlenku węgla, a do 2060 roku neutralność węglową. Odnawialne źródła energii stopniowo wypierać będą „brudną energię” pochodzącą m.in. z węgla. Transformacja tworzy szczególną szansę dla przedsiębiorstw zaangażowanych w proces pozyskiwania energii ze słońca i wiatru. Trudno jest wyobrazić sobie tak nagłą zmianę bez wykorzystania paliwa przejściowego jakim jest gaz ziemny, w najbliższych 15 latach zapotrzebowanie na gaz ziemny w Chinach może się podwoić.

Wraz ze wzrostem zamożności chińczyków (PKB per capita w ciągu ostatniej dekady wyrażony w USD niemal się podwoił) rosnąć będzie potencjał popytu wewnętrznego i właśnie na tę siłę nabywczą liczy chińska władza. Konflikt handlowy na linii USA-Chiny przyspieszył proces, o którym wspomiano już wcześniej. Jednym z beneficjentów przemian może być sektor krajowej turystyki, na czym mogą korzystać m.in. biura turystyczne, hotele czy transport krajowy. Drugi filar niezależności dotyczyć będzie dążenia do zaspokojenia krajowego popytu krajową produkcją. Przy czym szczególnie istotne są strategiczne gałęzie gospodarki, do których należy zaliczyć również sektor technologiczny, który wykorzystuje m.in. półprzewodniki.

Kluczowym ryzykiem dla Chin pozostaje konflikt z USA, który jednak prawdopodobnie załagodzi nowo wybrana głowa państwa – Joe Biden. Ze względu na walkę o pozycję globalnego lidera całkowite załagodzenie konfliktów wydaje się niemożliwe, jednak wobec przedstawiciela Demokratów oczekuje się prowadzenia polityki zagranicznej w łagodniejszym i bardziej przewidywalnym tonie. (ad)

Polska

Na polskim parkiecie prawdziwy „rollercoaster”. Po bardzo słabych wrześniu i październiku, listopad przyniósł dwucyfrowe wzrosty. Spektakularny wzrost osiągnął zwłaszcza indeks WIG20, który z poziomu 1500 pkt. przebył drogę do powyżej 2000 pkt w mniej niż 40 dni.

Odnosnie polskiego rynku, to podobnie jak i na świecie kapitał kierował się głównie w stronę branż cyklicznych, co widać po zachowaniu indeksów branżowych. W listopadzie najwięcej zyskały WIG-Banki +39%, WIG-Odzież +34,7%, WIG-Górnictwo +27,7% (w dużej mierze przez duże dofinansowanie z PFR dla JSW), WIG-Paliwa +32,4%, WIG-Energia +19,8%. Jedynym subindeksem z ujemną stopą zwrotu był WIG-Leki, który stracił 4,59%.

Na głównych indeksach GPW potwierdzony został trend wzrostowy (przebiecie średniej 200 sesyjnej) co jest dobrym znakiem jeśli chcemy myśleć w tym roku o rajdzie świętego Mikołaja a raczej o jego kontynuacji z listopada. Wskaźniki wycen takie jak cena do zysku czy cena do wartości księgowej nadal utrzymują się w okolicach 5-letniej średniej co powinno przyciągać inwestorów do zakupów. Ostatnie wzrosty na giełdzie wprowadziły inwestorów w bardzo dobre nastroje, lecz do huraoptymizmu jeszcze trochę brakuje.

Wśród spółek nową gwiazdą parkietu została spółka OncoArendi, której kurs wzrósł blisko 220%. Biotechnologiczna spółka podjęła współpracę z globalnym partnerem Galapagos a całkowita wartość umowy to aż 1,5 mld zł. To rekord w polskim sektorze biotechnologicznym i na pewno buduje wartość polskiej biotechnologii na świecie. W indeksie WIG20 Asseco Poland zastąpiło Play Commnications a najpopularniejszymi walorami (średni obrót z 20 sesji) na parkiecie były: Allegro, CDProjekt, PkO BP, PKN Orlen, KGHM.

Oczekujemy, że w grudniu akcje polskie będą zachowywać się nieco lepiej od akcji z rynków rozwiniętych jako całości. Nasze nastawienie do rynku akcji nadal pozostaje neutralne. Wprowadzenie szczepionek powinno zawrócić gospodarkę na właściwe tory, co rynek giełdowy zaczyna uwzględniać z wyprzedzeniem. W ostatni weekend listopada zostały otwarte galerie handlowe co od razu przełożyło się na najwyższe w tym roku wydatki na meble i sprzęt RTV i AGD (dane z kart płatniczych). Jeśli nie wydarzy się nic nadzwyczajnego, możemy mieć całkiem udane zakończenie giełdowego roku. (bz)

Obligacje

Benchmark dla polskich obligacji skarbowych był jedynym z monitorowanych przez nas indeksów w spektrum inwestycyjnym obligacji (*patrz* tabele na przedostatnich dwu stronach raportu), który nie wzrósł w listopadzie. Polskie obligacje skarbowe stałokuponowe, dla których realna (po uwzględnieniu inflacji) rentowność w ostatnich miesiącach była najwyższa od wielu lat (inflacja CPI w listopadzie 3,0%, a rentowność benchmarku ok 0,6 proc.), nie mają już po prostu przestrzeni do wzrostu cen nawet przy sprzyjających warunkach, a dość dobre wyniki funduszy obligacji polskich to zasługa w dużej mierze stosowania „domieszek” kombinacji poniższych strategii: 1) przeważania portfela obligacji na długim końcu krzywej rentowności względem benchmarku (rentowność polskich 10-latek jest trochę większa i po wzrostach w I tygodniu grudnia oscyluje w okolicy 1,35%), 2) sięgania po obligacje skarbowe w regionie krajów takich jak Węgry czy Rumunia, czy krajów EM spoza Europy, gdzie rentowności (czasem bardzo znacząco są wyższe, 3) aktywnego tradingu próbującego wyłapywać krótko- i średnio-terminowe trendy w różnych segmentach rynku obligacji, 4) zakładów relatywnych pomiędzy różnymi segmentami segmentów obligacji z wykorzystaniem instrumentów – swapów, i/lub lewarowania (zajmowania ekspozycji powyżej wartości aktywów netto portfeli) pozycji, 5) nabywania komponentu obligacji korporacyjnych

Nadal przyzwoita (ale coraz mniejsza) rentowność ma miejsce dla koszyka emitentów krajów EM. Nie jest to oczywiście segment pozbawiony ryzyka - w segmencie obligacji w walutach lokalnych, jest to przede wszystkim ryzyko deprecjacji kursu względem waluty inwestycji, co w tym roku miało miejsce np. o kilkadziesiąt procent w Turcji, w ubiegłym zaś roku w Argentynie, aczkolwiek głównymi emitentami są tutaj kraje takie jak Brazylia, Meksyk, RPA, Indie, Indonezja, gdzie stabilność walutowa jest większa. W segmencie obligacji dolarowych EM ryzyka walutowego co prawda brak (większość funduszy z polskimi jednostkami jest je w stanie tanio zabezpieczyć), istnieją natomiast ryzyko kredytowe, związane z potencjalnym brakiem odpowiedniej ilości walut przez

kraj- emitenta w momencie zapadalności obligacji. Akurat w listopadzie obniżkę ratingu (kolejną) kolei zaliczyło RPA, jednak zbiorczo kondycja emitentów przedstawia się zadowalająco (zwłaszcza do bieżących rentowności, jak i na tle historycznym), a największe problemy budżetowe i potencjalnej niewypłacalności dotyczą głównie mało znaczących emitentów, jak np. Angola czy Zambia.

Oдноśnie rynku obligacji korporacyjnych na całym świecie rośnie w obecnej sytuacji liczba i wartość wyemitowanego długu tzw. firm „zombie”, czyli których bieżące zyski nie wystarczają nawet na pokrycie bieżących odsetek od zadłużenia. W samych Stanach Zjednoczonych wyniki za ostatnie 4 kw. nie wystarczają na spłatę samych tylko odsetek od swojego zadłużenia u emitentów z obligacjami łącznie o wartości blisko 1,4 bln USD (tysiąc czterysta miliardów USD), a więc spora część rynku HY i jest to aż 527 spółek z indeksu Russell 3000 vs. jeszcze z 335 na początku roku. Firmy te są w stanie dalej funkcjonować, ale mają ograniczoną zdolność do inwestowania. (zo)

Zagraniczne korporacyjne IG

Premie kredytowe, z jakimi notowane są po listopadzie obligacje przedsiębiorstw z ratingiem inwestycyjnym (IG – Investment grade) zbliżyły się do poziomów sprzed pandemii, więc kończy się okres łatwego wzrostu. Obecna rentowność benchmarku europejskich emitentów to zaledwie 0,4%, a rentowność powyżej 1% oferuje już tylko podsegment najniższego szczebla obligacji IG (o potrójnym BBB wg metodologii Fitch i S&P) i zapadalności powyżej 10 lat).

Wyższą rentowność w segmencie IG oferują denominowane w USD papiery emitentów amerykańskich, gdzie średnia rentowność wynosi 2%. Z punktu widzenia dalszych perspektyw duże znaczenie będzie miała kontynuacja zakupów przez czołowe banki centralne. Jak dotąd wsparcie to było kluczowe, nie tyle nawet pod względem wartości zakupów, które największe

było zaraz w pierwszych tygodniach od ustanowienia programów w marcu i kwietniu, ile pod względem budowy przeświadczenia inwestorów, że w razie potrzeby, banki centralne ponownie wejdą do gry w przyszłości.

Zakupy od marca obligacji korporacyjnych za 40 mld EUR na rynku o wartości 3 bln EUR to niezbyt duża kwota, ale EBC na rynek obligacji korporacyjnych oddziałuje głównie poprzez mechanizm premii kredytowych utrzymując w ryzach przede wszystkim koszty długu skarbowego najmocniej zadłużonych państw w strefie euro i na posiedzeniu 10 grudnia zwiększył wartość programu ich zakupów z 1,35 do 1,85 bln euro, horyzont zwiększania wartości portfela do marca 2022 r., a w kolejnych miesiącach przychody i wykupu z tego portfela będą jeszcze reinwestowane.

Proaktywna polityka banków centralnych powoduje wzrost emisji także na rynku pierwotnym wolumeny były niewielkie jak na standardy 2020 r., październik zamknął się na poziomie 56 mld euro, a od początku roku całkowity wolumen pozostaje o około 6% wyższy niż rok temu.

W tle tego wszystkie wyłania się bardzo dynamicznie rosnący segmentem „zielonych” obligacji, dedykowanych realizacji projektów związanych z OZE i ma to także związek ze strategią UE promowania zielonych rynków finansowych w celu walki ze zmianami klimatycznymi. Kluczowi decydenci w Europie, w tym prezes EBC Lagarde, wskazali, że EBC może pewnego dnia skierować także zakupy w kierunku „zielonych” obligacji. Na krajowym rynku ostatnie spore emisje „zielonych” obligacji przeprowadziły Tauron i PKN Orlen. (dm)

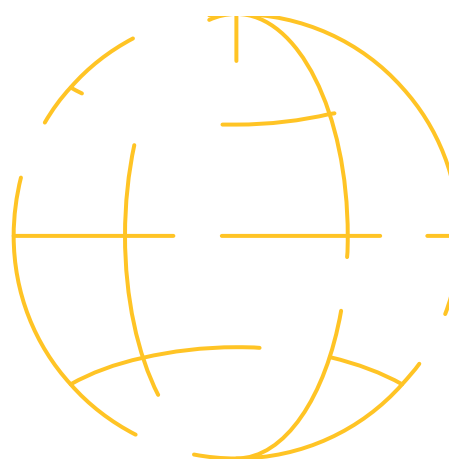
Zagraniczne korporacyjne HY

Listopad był bardzo udanym miesiącem dla obligacji *high-yield* (emitentów o ratingu subinwestycyjnym bądź bez ratingu), z których stopy zwrotu historycznie są najmocniej skorelowane z rynkiem z akcji ze wszystkich znaczących segmentów obligacji. Informacje nt. szczepionek spowodowały, że benchmarki dla zarówno obligacji HY w USD emitentów amerykańskich jak i w EUR

europiejskich wzrosły w listopadzie po ok. 4 %. Po trwającym od kilku miesięcy wyraźnym spadku rentowności obligacji skarbowych, inwestorzy szukając wyższych stóp zwrotu spowodowali też spadek rentowności obligacji HY do rekordowo niskich poziomów (rentowność roczna ok. 5 % w USA, 4,3 % w Europie i 8,3 % w Azji).

Mimo niskich nominalnie rentownościach w stosunku do lat poprzednich, obligacje HY to wciąż atrakcyjna forma inwestycji w stosunku do pozostałych klas ryzyka. Różnica rentowności między europejskimi obligacjami o ratingu BBB (najniższy rating inwestycyjny), a ratingiem BB (najwyższy rating HY) wynosi ok. 2,5 %, więc premia za dodatkowe ryzyko jest najwyższa od kilku lat.

Mając na względzie wyjątkowo sprzyjającą politykę monetarną banków centralnych, ale też ryzyko bankructw, które jest głównym ryzykiem dla tej klasy aktywów, a konsensus mówią o nawet ok. 5% ryzyka dla takiego zdarzenia emitentów europejskich, i aż 10 % dla emitentów amerykańskich, dla ww. klasy aktywów utrzymujemy nastawienie umiarkowanie negatywne i preferujemy emitentów z Europy, dla których dodatkowo wyższa znacząco jest premia kredytowa (dodatkowa rentowność nad segment inwestycyjny. Premia pomiędzy europejskimi obligacjami o ratingu BBB (najniższy rating inwestycyjny), a ratingiem BB (najwyższy rating HY) wynosiła na początku grudnia pow. 2,0% i utrzymała się w pobliżu wieloletniego maksimum.



Surowce

Listopad był dla surowców bardzo udanym miesiącem. Po stosunkowo stabilnym październiku ceny większości z nich rosły. Wyjątkiem były jedynie metale szlachetne, dla których informacje o kolejnych szczepionkach zadziałały jako wyzwalacz korekty.

Miesiąc temu sytuacja wyglądała zgoła inaczej. Oczekiwane konsekwencje wygranej Bidena (i spodziewany gigantyczny pakiet stymulacyjny), mocny popyt na surowce z Chin i obawy o warunki pogodowe z jednej strony, a rosnąca liczba zachorowań i obawy o światową koniunkturę z drugiej, powodowały utrzymywanie się względnej równowagi na rynkach metali przemysłowych i szlachetnych, a także surowców rolnych. Ceny ropy stabilizowała dodatkowo determinacja OPEC+ w utrzymywaniu zmniejszonego wydobycia.

Wygrana Bidena, w pewnym momencie wcale tak nieoczywista, a nade wszystko postępy w pracach nad szczepionkami, spowodowały w listopadzie włączenie się globalnego inwestycyjnego *risk-on*. Konsekwencją był silny ruch wzrostowy na wielu aktywach, w tym na tych surowcach, na które popyt jest silnie związany z koniunkturą gospodarczą. W konsekwencji CRB Index obrazujący zbiorczo kondycję rynku surowcowego urósł w poprzednim listopadzie o ponad 11%.

Ropa

Listopad był fantastycznym miesiącem dla notowań „czarnego złota”. Ceny zarówno ropy Berent jak i WTI wzrosły o solidne dwadzieścia kilka procent (odpowiednio 26,2% i 26,7%). Głównym czynnikiem pchającym ceny w górę były optymistyczne oczekiwania dotyczące odbudowy popytu po „wysypie” szczepionek. Nadzieje na rychłe luzowanie ograniczeń wynikających z pandemii, dotyczyły głównie znoszenia ograniczeń w szeroko pojętym przemieszczaniu się ludności. Rynek zaczął dyskontować powrót turystyki i podróży służbowych, które miały by spowodować powrót kluczowego źródła popytu konsumpcyjnego – lotnictwa. Nadal utrzymywał się również zwiększony popyt z Chin,

stopniowo zapełniających swe magazyny, jednak w miarę wzrostu cen, siła tego czynnika zaczyna słabnąć.

Według ostatnich prognoz amerykańskiej Administracji Informacji Energetycznej (EIA) globalny popyt na ropę wyniesie w tym roku 92,9 mln baryłek dziennie, po spadku z 101,5 mln baryłek w 2019, oraz wzrośnie w 2021 r. do 98,8 mln baryłek.

Wyniki wyborów w Stanach także wpłynęły stymulująco na ceny. Zwycięstwo znanego z niechęci do paliw kopalnych Bidena, uprawdopodobniło prognozowany przez niektóre ośrodki analityczne (Goldman Sachs) szczyt wydobycia ropy z łupków w 2021. W kolejnych latach, na skutek braku inwestycji podaż z tego źródła miała by spadać.

Bezwzględnie najistotniejszą jednak informacją, na którą oczekiwał rynek na początku grudnia, były ustalenia Szczytu OPEC+ (30XI-01.XII). W ramach reakcji na spadek popytu spowodowany pandemią, kartel obniżył w tym roku wydobycie aż o 7,7 mln baryłek ropy dziennie. Dotychczasowy plan zakładał, że od stycznia ograniczenie zostanie zmniejszone o 2 mln baryłek. Analitycy oczekiwali przesunięcia tej decyzji o 3 miesiące. Finalnie kartel przedłużył do kwietnia ograniczenie wydobycia na poziomie 7,2 mln baryłek dziennie, ustalając symboliczne zwiększenie produkcji o 500 tysięcy baryłek. Mimo to cena ropy zaliczyła 10 grudnia nowe 6-miesięczne maksimum notowań.

Pozostałe istotne czynniki po stronie podażowej to produkcja w Libii i oczekiwania co do przyszłej roli Iranu w łańcuchu dostaw. Libijczycy zwiększyli wydobycie między sierpniem a październikiem z 80 tysięcy do 1,25 mln baryłek dziennie. Pozwoliło na to zaprzestanie walk między uczestnikami wojny domowej. Formalnie Libia pozostaje Członkiem OPEC, ale władze zapowiadają, że nie przystąpią do układu o ograniczeniach do czasu, aż produkcja nie zwiększy się do 1,7 mln baryłek dziennie. Równocześnie rozejm jest kruchy i ewentualny ponowny wybuch walk może znowu całkowicie odciąć podaż z tego źródła.

W odniesieniu do Iranu z produkcją na poziomie 1,9 mln baryłek dziennie, wygrana Bidena zapala iskierkę nadziei na normalizację stosunków USA-Iran. Powrót do rozmów o porozumieniu nuklearnym mógłby w dalszej przyszłości skutkować powrotem Irańskiej ropy na międzynarodowe rynki. Jednak na tą chwilę jest to ryzyko drugorzędne, a w porozumieniu nie pomagają takie wydarzenia jak niedawny udany zamach na Mohsena Fakhrizadeha - szefa naukowców odpowiedzialnych za irański program broni jądrowej. Do zamachu jak dotychczas nikt się nie przyznał, ale w sposób oczywisty podnosi on temperaturę na linii Izrael (USA)-Iran.

Z konsensusu Reutersa zebranego od 40 analityków, wynika, że oczekiwana średnia cena ropy Brent (europejskiej) oraz WTI (amerykańskiej) na 2021 r. to odpowiednio 49,35 i 46,40 USD za baryłkę.

Złoto

Sytuacja na rynku kruszców była w listopadzie zupełnym przeciwieństwem tego co działo się na ropie. Wg danych firmy Refinitiv listopad był najgorszym miesiącem dla złota od 4 lat. Królewski kruszec zamknął miesiąc spadkiem o 5,5 %.

Nadzieje na płynne przekazanie władzy w USA, a przede wszystkim informacje o szczepionkach podziały jak wyzwalacz korekty. Inwestorzy przestali obawiać się ryzyka i rynek faworyzował aktywa uznawane za powiązane z koniunkturą gospodarczą, zgodnie z oczekiwaniami, iż ożywienie gospodarcze jest „tuż za rogiem”.

Nawet słabnący dolar, zazwyczaj odwrotnie skorelowany z cenami złota, nie był w stanie zatrzymać spadku cen w nim wyrażonym. Inwestorzy przenosząc się na rynek akcji, metali przemysłowych czy ryzykowniejszych kategorii obligacji skracali pozycje na złocie. Największy globalny ETF na złoto, SPDR Gold Trust (GLD), o kapitalizacji 68 miliardów USD notował odpływy kapitału przez cały listopad. Łącznie od szczytu z 21 września przez dziesięć kolejnych tygodni liczba jednostek ETF-u w obrocie spadła z 437,8 mln do 409,3 mln.

Ceny złota vs. wartość wyemitowanych ETF na kruszec



Źródło: Bloomberg

Warto jednak pamiętać, że optymizm na konkurencyjnych względem złota segmentach rynku finansowego, nie oznacza, że długoterminowe czynniki wspierające cenę złota zniknęły. Ujemne realne stopy procentowe i perspektywa osłabiającego się dolara będą wspierały kruszec jeszcze przez długi czas. Co więcej ostatnie wzrosty cen ropy i pozostałych surowców wzmogą słabą na tą chwilę presję inflacyjną. Niskie stopy pozostaną w oczach rządzących koniecznością, ponieważ o ile skuteczna szczepionka zredukuje skalę pandemii, o tyle na redukcję góry globalnego zadłużenia już nie podziała.

W długim terminie poważne zagrożenie dla złota mógłby wywołać jedynie wzrost rentowności długu przy równoczesnej stabilnej, niskiej inflacji.

Metale przemysłowe

Tak jak pisaliśmy w poprzednim „Nawigatorze” ceny metali przemysłowych w naturalny sposób reagują na zapotrzebowanie w rzeczywistej gospodarce. Listopad przypomniał, że potrafia silnie reagować także na potencjalne przyszłe zapotrzebowanie. Ich ceny już wcześniej silnie wspierane były przez oczekiwania pakietów stymulacyjnych, które przez inwestycję w infrastrukturę mogłyby generować ponad standardowy popyt na surowce. W poprzednim miesiącu postępujące prace nad szczepionkami zadziały jak „dopalacz”, przyspieszając wzrost cen w związku z nadziejami na rychłą normalizację także standardowego, przedkryzysowego popytu z przemysłu.

Rynek coraz wyraźniej dyskontuje silny związek innowacji we współczesnym przemyśle i energetyce, ze wzrostem zapotrzebowania na metale nieżelazne: miedź, nikiel, srebro, ołów, metale ziem rzadkich itd. Elektryczny transport i energetyka alternatywna generować będą w nadchodzących latach lawinowy wzrost zapotrzebowania na te surowce.

W efekcie cały listopad metale przemysłowe, w tym w szczególności miedź (12,7% w miesiąc) dynamicznie drożały. Cynk (11,3%), nikiel (5,8%) i ołów (18,3%) zanotowały najwyższe ceny od roku cenami od roku.

Wartym odnotowania jest, iż ceny miedzi ustanowiły siedmioletnie maksima i w pierwszej dekadzie grudnia stabilizowały się w okolicach 7700 USD za tonę. Jako że jest wykorzystywana powszechnie w budownictwie, pojazdach elektrycznych, energetyce odnawialnej, wielu gałęziach przemysłu, zyskuje na skutek nie tylko widniejącej na horyzoncie normalizacji gospodarki, ale rysującego się na horyzoncie możliwego deficytu surowca w najbliższych latach. Światowe zapasy miedzi spadły w ciągu ostatniego miesiąca o 20 %, a metal nadal w błyskawicznym tempie znika z rynku zasysany przez silny popyt z Chin.

Bardzo dobrze w poprzednim miesiącu zachowywała się również platyna, rosnąc w listopadzie o 13,8%, co można przynajmniej częściowo zapisać na rzecz przepływu części kapitału spekulacyjnego ze złota, z którym przed informacjami o szczepionkach była względnie silnie

skorelowana. W listopadzie przemysłowe zastosowania tego półszlachetnego metalu silnie wspierały kurs.

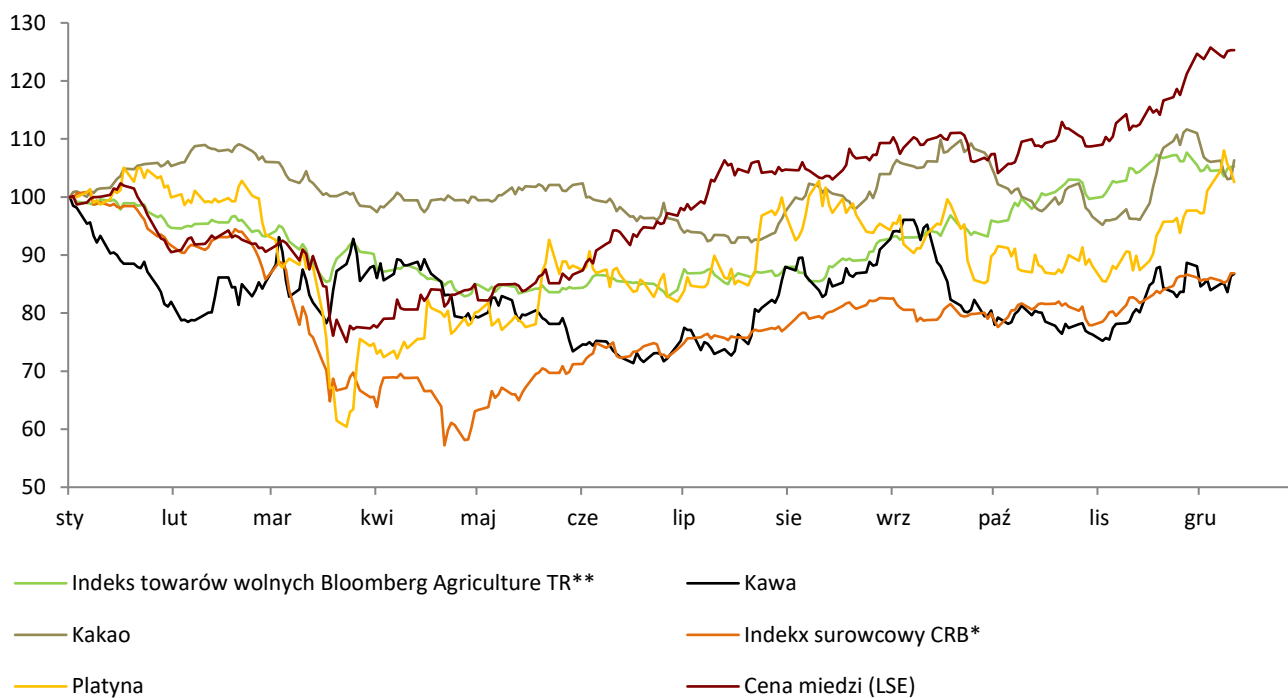
Towary rolne

Jak pisaliśmy w ubiegłym miesiącu, towary rolne ze względu na specyfikę zapotrzebowania wykazują mniejszą elastyczność popytową. Wyjątkiem są kawa czy kakao, których zużycie jest silniej związane z funkcjonowaniem lokali gastronomicznych, centrów handlowych czy lotnisk.

W przypadku zbóż zmiany cen wynikały głównie z ryzyk podażowych i popytu z Azji. Nasilające się zjawisko La Nina na Pacyfiku silnie oddziałujące na pogodę na zachodniej półkuli, wzmożony popyt na ziarno z Chin, niekorzystne zjawiska pogodowe w USA i Ameryce Południowej generują szczególne ryzyka dla szczególnie ryzyka dla kukurydzy i soi. W listopadzie cena pszenicy spadła o 3,1%, kukurydzy i soi wzrosła o odpowiednio 5,3% i 10,6%.

Kawa i kakao były szczególnymi beneficjentami postępu prac nad szczepionkami, jako że wzrost ich cen uzależniony od tempa znoszenia obostrzeń covid-owych (spore zapasy i nadpodaż i równocześnie zablokowane kanały dystrybucji na rynek detaliczny). Pomimo że znajdujemy się nadal w szczytowym okresie *lockdown-ów* na półkuli Północnej, inwestorzy zaczęli grać pod ryche i trwałe otwarcie restauracji, kawiarni, centrów handlowych, lotnisk. W efekcie kawa w samym tylko listopadzie drożała o 18,1% a kakao o 19,5%. (bn)

Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku,

* składa się z 19 notowanych na giełdach surowców, największy 23%-owy udział stanowi w nim ropa WTI,

** subindeks surowcowy Bloomberg, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję, cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	12,2%	5,7%	21,4%	13,1%	22,3%	51,8%
MSCI World	USD	12,7%	5,2%	20,3%	12,7%	24,3%	52,5%
MSCI Emerging Markets	USD	9,2%	9,4%	29,5%	15,9%	7,5%	48,0%
MSCI EM Asia	USD	7,5%	9,6%	32,9%	26,0%	16,7%	63,8%
MSCI EM Latin America	USD	21,6%	13,5%	23,8%	-17,3%	-19,2%	14,5%
MSCI EM Europe	USD	22,4%	0,7%	1,7%	-17,9%	-7,8%	24,3%
MSCI Poland	USD	21,2%	-2,0%	1,6%	-19,8%	-29,5%	-12,8%
MSCI Frontier Markets	USD	4,0%	5,7%	14,5%	-3,6%	-12,6%	6,6%
S&P500 - USA	USD	10,8%	3,5%	19,0%	15,3%	36,8%	74,1%
Russell 2000	USD	18,3%	16,5%	30,5%	12,0%	17,9%	51,9%
MSCI Europe	EUR	13,8%	6,4%	10,8%	-5,6%	-1,0%	-0,7%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	13,7%	6,2%	11,1%	-4,4%	0,7%	1,0%
DAX - Niemcy	EUR	15,0%	2,7%	14,7%	0,4%	2,1%	16,8%
CAC40 - Francja	EUR	20,1%	11,5%	17,5%	-6,5%	2,7%	11,3%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	25,2%	15,9%	13,8%	-13,6%	-20,9%	-22,2%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	22,9%	12,4%	21,2%	-5,2%	-1,4%	-2,9%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	12,4%	5,1%	3,1%	-14,7%	-14,5%	-1,4%
FTSE Nordic 30	SEK	9,5%	6,1%	14,9%	13,5%	24,7%	25,8%
Nikkei - Japonia	JPY	15,0%	14,2%	20,8%	13,5%	16,3%	33,9%
TOPIX - Japonia	JPY	11,1%	8,5%	12,2%	3,3%	20,7%	11,1%
MSCI China	HKD	2,7%	5,1%	30,9%	32,9%	20,6%	75,3%
Hang Seng - Hongkong	HKD	9,3%	4,6%	14,7%	0,0%	-9,7%	19,8%
Kospi - Korea Pld.	KRW	14,3%	11,4%	27,7%	24,1%	4,6%	30,1%
SENSEX - Indie	INR	11,4%	14,3%	36,2%	8,2%	33,2%	68,9%
XU100 - Turcja	TRY	15,4%	19,0%	21,6%	20,1%	23,4%	70,6%
RTS- Rosja	USD	20,2%	1,9%	5,1%	-10,9%	13,3%	51,3%
BOVESPA - Brazylia	BRL	15,9%	9,6%	24,6%	0,6%	51,3%	141,3%
WIG	PLN	19,4%	2,0%	9,4%	-8,5%	-15,7%	9,9%
AKCJE - segmenty	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	15,1%	12,4%	27,4%	10,7%	12,1%	44,2%
MSCI ACWI Large Cap	USD	11,9%	4,9%	20,9%	13,6%	23,6%	53,6%
WIG20	PLN	20,7%	1,7%	6,2%	-15,2%	-24,0%	-5,0%
WIG20 total return	PLN	20,7%	1,9%	6,7%	-14,7%	-19,4%	5,9%
mWIG40	PLN	16,6%	0,6%	11,0%	-1,5%	-21,5%	2,0%
sWIG80	PLN	15,2%	0,9%	19,5%	26,3%	4,8%	11,1%
AKCJE - sektory	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	8,8%	1,9%	6,6%	12,3%	33,1%	46,4%
MSCI World Energy	USD	28,2%	4,0%	-0,5%	-33,4%	-41,7%	-36,9%
MSCI World Financials	USD	19,2%	10,8%	22,3%	-7,0%	-9,0%	14,9%
MSCI World Metals&Mining	USD	9,6%	0,7%	21,9%	16,2%	14,9%	97,1%
MSCI World Industrials	USD	15,6%	11,6%	27,8%	8,6%	15,4%	50,9%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	13,2%	6,0%	33,3%	32,1%	52,4%	80,2%
MSCI World Consumer Staples	USD	7,8%	2,0%	11,1%	5,1%	10,8%	25,1%
MSCI World IT	USD	12,5%	1,8%	27,6%	40,5%	90,0%	180,0%
Nasdaq	USD	11,8%	3,6%	28,5%	40,8%	77,5%	138,8%
Nasdaq100	USD	11,0%	1,3%	28,4%	46,0%	92,7%	163,0%
Eurostoxx Banks	EUR	38,3%	19,4%	28,5%	-20,7%	-44,1%	-46,5%
WIG-Games	PLN	2,6%	-3,9%	5,8%	94,9%		
WIG-Energia	PLN	19,8%	-8,1%	19,1%	-16,8%	-40,9%	-42,2%
WIG-Banki	PLN	39,0%	13,4%	10,4%	-35,2%	-46,1%	-26,0%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	10,8%	3,2%	24,8%	30,2%	56,1%	94,3%
MSCI World Value	USD	14,8%	7,6%	15,6%	-4,1%	-2,9%	17,1%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 30 listopada 2020 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM – rynki rozwinięte, JPM EMCI – indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG – rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny

SUROWCE	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	24,7%	3,3%	19,2%	-15,5%	-15,5%	-22,0%
Miedź	USD	12,2%	12,5%	41,0%	29,5%	12,6%	67,3%
Aluminium	USD	10,2%	15,4%	33,4%	13,6%	0,1%	41,7%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	5,8%	13,7%	25,2%	11,6%	-5,7%	-13,9%
Rudy żelaza	USD	3,7%	1,7%	34,7%	47,2%	96,7%	
Węgiel koksujący	CNY	5,1%	15,3%	28,4%			
Złoto	USD	-5,4%	-9,7%	2,7%	21,4%	39,4%	66,9%
Srebro	USD	-4,3%	-19,5%	26,7%	33,0%	37,7%	60,8%
CRB Commodity Index	USD	10,6%	4,5%	21,0%	-9,4%	-15,4%	-12,3%
OBLIGACJE	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	1,6%	1,6%	5,1%	8,5%	13,7%	25,1%
USD Korporacyjne IG	USD	2,6%	2,1%	6,0%	9,5%	23,0%	36,6%
EUR Korporacyjne IG	EUR	1,1%	2,2%	5,3%	2,6%	7,4%	14,6%
USD Korporacyjne HY	USD	3,9%	3,3%	10,3%	7,2%	18,0%	44,4%
EUR Korporacyjne HY	EUR	4,1%	3,7%	9,3%	2,1%	9,1%	20,4%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	3,2%	4,2%	7,3%	5,8%	10,4%	30,2%
EM skarbowe w USD	USD	4,0%	1,4%	8,7%	5,9%	13,1%	32,7%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-0,1%	1,2%	1,0%	6,3%	17,1%	22,2%
POZOSTAŁE	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	2,4%	-0,1%	7,4%	8,3%	0,2%	12,9%
EUR/PLN	PLN	-2,8%	1,8%	0,7%	3,7%	6,6%	4,9%
CHF/PLN	PLN	-4,2%	1,4%	-0,8%	5,6%	15,2%	5,2%
USD/PLN	PLN	-5,1%	1,9%	-6,3%	-4,1%	6,4%	-7,1%
USD/JPY	USD	0,3%	1,5%	3,4%	5,0%	7,9%	18,0%
Bloomberg USD Index	USD	-2,4%	-1,4%	-6,8%	-5,3%	-1,6%	-7,5%
MSCI EM Currency Index	USD	2,2%	4,1%	7,7%	3,7%	2,7%	14,7%
JP Morgan EM Currency Index	USD	3,8%	1,9%	3,4%	-5,8%	-17,9%	-16,0%
Europe REITS	EUR	29,9%	15,1%	13,9%	-29,6%	-27,0%	
US REIT's	USD	10,6%	3,5%	10,9%	-14,6%	-5,2%	1,7%
Bitcoin	USD	42,1%	65,9%	105,8%	151,3%	#VALUE!	5042,7%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	9,4%	-7,7%	49,8%	78,2%	177,1%	302,5%
Amazon	USD	4,3%	-8,2%	29,7%	75,9%	169,2%	376,5%
Alphabet (Google)	USD	8,6%	7,7%	22,4%	34,5%	69,3%	130,0%
Microsoft	USD	5,7%	-5,1%	16,8%	41,4%	154,3%	293,9%
Facebook	USD	5,3%	-5,5%	23,0%	37,4%	56,3%	165,7%
Netflix	USD	3,1%	-7,3%	16,9%	55,9%	161,6%	297,9%
Tesla	USD	46,3%	13,9%	239,9%	760,2%	818,9%	1132,5%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBp	6,1%	-6,9%	-18,1%	-21,9%	7,1%	1,1%
Roche	CHF	1,5%	-5,3%	-10,1%	-3,0%	20,5%	8,5%
ASML	EUR	16,6%	15,8%	24,2%	47,3%	146,5%	316,0%
Nestle	CHF	-1,9%	-6,8%	-2,6%	-2,6%	20,1%	32,5%
Novartis	CHF	15,1%	5,4%	-0,9%	-10,6%	10,5%	5,8%
Novo Nordisk	DKK	2,2%	1,6%	-3,8%	10,1%	30,0%	7,9%
L'Oreal	EUR	10,5%	10,8%	17,1%	18,6%	65,1%	83,1%
LVMH	EUR	20,0%	22,9%	28,8%	18,6%	97,5%	204,2%
Astrazeneca	GBp	0,5%	-6,4%	-9,0%	4,7%	63,4%	73,3%
SAP	EUR	10,3%	-26,8%	-11,4%	-17,5%	7,0%	36,3%
Sanofi	EUR	9,5%	-0,2%	-3,2%	0,2%	10,6%	0,4%
Chiny - BAT	Waluta	Listopad	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	4,5%	11,6%	30,4%	17,3%	-41,7%	-36,2%
Tencent Holding	HKD	-4,7%	6,1%	37,2%	69,7%	41,5%	264,9%
Alibaba	USD	-13,6%	-8,2%	27,0%	31,7%	48,7%	213,2%

* subindeks surowcowy Bloomberg, składa się z notowań kontraktów terminowych na kawę, kukurydzę, bawełnę, soję, cukier, pszenicę, odzwierciedla w pełni zabezpieczone pozycje terminowe, jest obliczany w USD

Ważne informacje

Powyższy materiał został przygotowany przez Biuro Maklerskie Alior Bank SA. Właścicielem niniejszego opracowania jest Alior Bank Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Łopuszańska 38D, 02-232 Warszawa, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIV Wydział Gospodarczy, KRS: 0000305178, REGON: 141387142, NIP: 1070010731, kapitał zakładowy: 1 305 539 910 PLN (opłacony w całości).

Materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest ofertą ani zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał ten nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Materiał 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, ani usługi doradztwa inwestycyjnego. Usługa doradztwa inwestycyjnego jest świadczona na podstawie odrębnej umowy o doradztwo inwestycyjne.

Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale.

Informacje podane w materiale nie uwzględniają polityki inwestycyjnej, pozycji finansowej ani potrzeb specyficznego odbiorcy, dlatego też mogą nie odpowiadać, w kontekście podejmowanych decyzji inwestycyjnych, wszystkim inwestorom korzystającym z tego materiału. Materiał ten nie powinien stanowić jedyne źródła podjęcia decyzji inwestycyjnej przez Klienta.

Prezentowane stopy zwrotu nie uwzględniają kosztów związanych z nabyciem i zbyciem instrumentów finansowych (np. opłaty manipulacyjnej, prowizji maklerskiej). Konieczności poniesienia tych opłat powoduje zmniejszenie rzeczywistego zwrotu z inwestycji. Prezentowane stopy zwrotu nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w konkretnym okresie historycznym.

Biuro Maklerskie ostrzega, że inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub nawet całości zainwestowanych środków. W szczególności Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych wpływ ma wiele czynników, jak m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe, których niejednokrotnie nie można przewidzieć, lub które mogą być trudne do przewidzenia na etapie sporządzania niniejszego materiału.

Treść materiału wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień sporządzenia. Opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością i starannością, przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez Biuro Maklerskie za wiarygodne.

Informacje zawarte w komentarzu mogą być wykorzystywane wyłącznie dla własnych potrzeb i nie mogą być kopiowane w jakiegokolwiek formie ani przekazywane osobom trzecim.

Komentarz ani informacje zawarte w komentarzu nie mogą być rozpowszechniane w żadnej innej jurysdykcji, w której takie rozpowszechnianie byłoby sprzeczne z prawem.