

# CO PO GIEŁDOWYM ROLLERCOASTERZE 2020

AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE  
Komentarz do wydarzeń rynkowych  
Styczeń 2021 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**

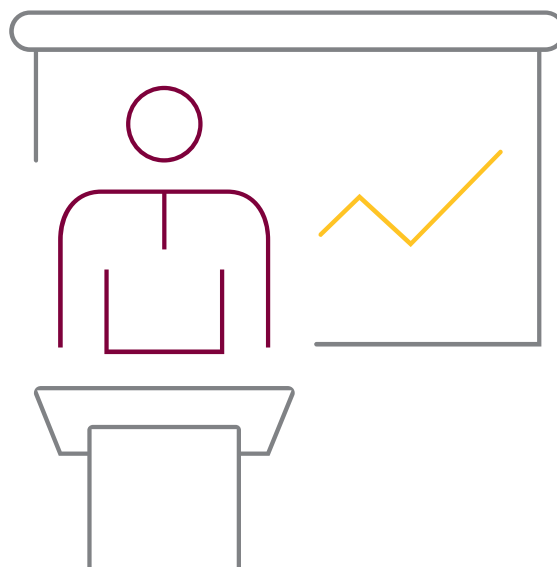
*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

*Doradca Inwestycyjny*

## **Bartłomiej Nowicki**

*Menedżer ds. Inwestycyjnych*

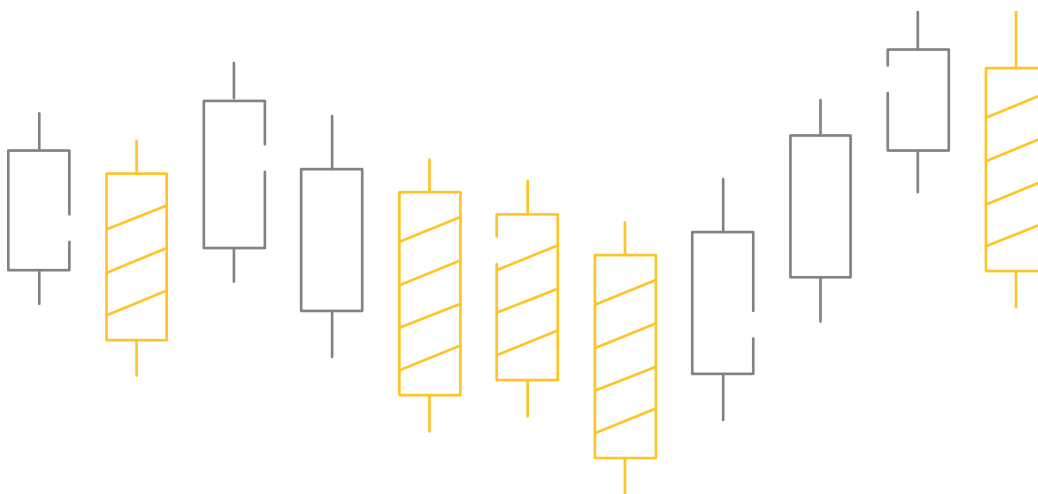
*Makler Papierów Wartościowych*



**12 stycznia 2021 r.**

# Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	<b>4</b>
<b>Opis sytuacji gospodarczej</b> .....	<b>6</b>
<b>Akcje</b> .....	<b>7</b>
Rynki rozwinięte – DM .....	7
Japonia .....	9
Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM) .....	9
Polska .....	10
<b>Obligacje</b> .....	<b>11</b>
Zagraniczne korporacyjne IG .....	12
Zagraniczne korporacyjne HY .....	12
<b>Surowce</b> .....	<b>13</b>
Ropa .....	13
Złoto .....	14
Metale przemysłowe .....	14
Towary rolne.....	15
<b>Ważne informacje</b> .....	<b>18</b>

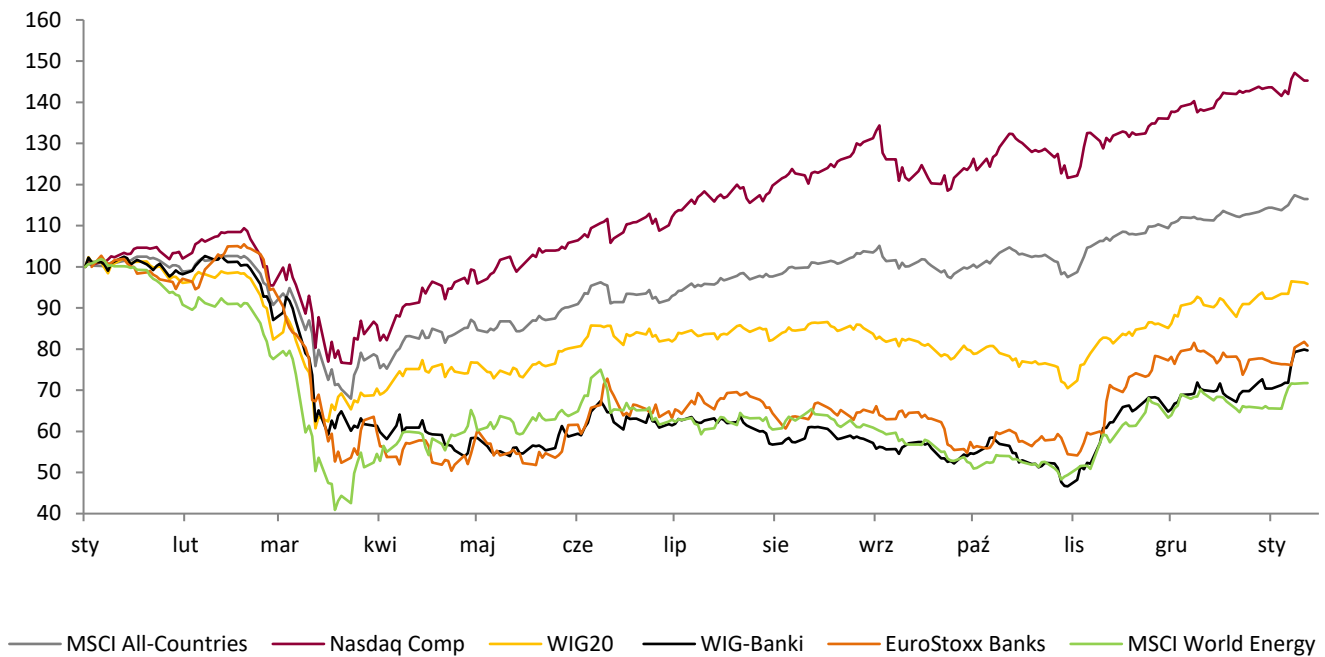




# Wstęp

- Grudzień i początek stycznia to kontynuacja wzrostowych tendencji na wszystkich istotnych segmentach rynku finansowego (akcje, obligacje, surowce), jedynie w pierwszej dekadzie stycznia dały się zaobserwować lekkie korekcyjne tendencje na rynku amerykańskich obligacji *investment grade* (IG) – korporacyjnych i skarbowych, oraz złota, czyli aktywów tradycyjnie ujemnie skorelowanych z rynkiem akcji
- Perypetie związane z rozstrzygnięciem wyborów prezydenckich w USA (oficjalne przekazanie urzędu od D. Trumpa do Bidena ma nastąpić 20 stycznia), czy też wynik wyborów uzupełniających w stanie Georgia do wyższej izby amerykańskiego Kongresu – Senatu, uprawdopodobniają realizację zwiększonych wydatków fiskalnych w USA, co zwiększa apetyt inwestorów na aktywa ryzykowne
- Na świecie szereg krajów rozpoczęło na masową skalę szczepienia przeciw Covid-19, w pierwszej kolejności szczepionkami genetycznymi firm/konsorcjów firm Pfizera/BionTech oraz Moderny; na dzień 12 stycznia najmocniej zaawansowany proces „wyszczepiania” miał miejsce w Izraelu (blisko 20% dorosłej populacji). Na razie nie wiadomo na jak długo szczepionki dawać będą ochronę przed Covid-19 (opublikowane wyniki badań w pierwszej połowie listopada o wysokiej skuteczności szczepionek dotyczyły stosunkowo niedługiego, bo raptem kilkumiesięcznego okresu), niemniej kluczowym czynnikiem dla rynków finansowych wydaje się być oczekiwanie na prędszej czy później powrót gospodarek do wzrostów z jednej strony, z drugiej zaś obfite pakiety pomocowe w krajach zachodnich powodują wzrost wolnych środków w rękach gospodarstw domowych, które wartkim strumieniem, między innymi na skutek braku atrakcyjnych alternatyw inwestycyjnych, płyną na rynek akcji
- Od końca października do początku stycznia, z lekką przerwą w grudniu trwa inaczej niż to miało miejsce w poprzednich 15 latach, relatywnie lepsze relatywne zachowanie kursów akcji spółek cyklicznych, na czele z bankami, spółkami energetycznymi, nieruchomościowymi, transportowymi, czy surowcowymi; to nie oznacza, że kursy akcji spółek technologicznych i innych, których wyniki finansowe na pandemii nie traciły, a w niektórych przypadkach – wręcz przeciwnie – zyskiwały i to niemało, spadają (amerykański indeks spółek technologicznych Nasdaq w zeszłym roku na ponad 50 sesjach poprawiał swoje rekordy wszechczasów), ale ich wzrosty są po prostu mniejsze. Bardzo często różnice w stopach zwrotu za ostatnie 2 mies. na różnych rynkach regionalnych można wytłumaczyć właśnie odmienną strukturą głównych indeksów, jeśli chodzi o udział spółek *value* (cyklicznych, taniej wycenianych w relacji do uśrednionego zysku) vs. *growth* (spółek zwiększających przychody zazwyczaj w dwucyfrowym tempie, ale jednocześnie znacznie drożej wycenianych względem zarówno bieżącej, jak i prognozowanej wartości zysku na akcję)
- Rok 2020 należy podsumować jako jeden z największą zmiennością notowań w historii giełd akcji i rynku finansowego w ogóle. Co nas po tym rynkowym rollercoasterze czeka w 2021 r.? Perspektywy dla rynku akcji i obligacji na najbliższe 6-12 mies. nadal oceniamy jako zbilansowane- z jednej strony momentum rynkowe dla akcji jest znakomite i skłonność do ich pozbywania się w sytuacji poprawy perspektyw gospodarczych powinna być na rynku niewielka, z drugiej skala wzrostów z listopada, grudnia i początku stycznia jest na tyle duża, że przynajmniej w średnim terminie rośnie ryzyko realizacji zysków, a optymistyczne konsensusy prognoz wyników spółek na rok bieżący i następne tworzą pewne ryzyko, w sytuacji gdyby nie zostały „dowiezione”
- W obrębie akcji pozytywniej aniżeli na giełdy rynków rozwiniętych (USA, Europa, Japonia) zapatrujemy się na giełdy rynków wschodzących, w szczególności azjatyckich oraz polską (zo).

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

- W obrębie obligacji, w szeregu segmentach występują zniekształcenia wycen politykami banków centralnych, a przez to niezadowalających rentowności; dotyczy się to większości obligacji skarbowych krajów wysoko-rozwiniętych (DM), ale także Polski, gdzie zakupy banku centralnego oraz nadpłynność w sektorze bankowym, przy jednocześnie zmniejszonej konsumpcji oraz skłonności do inwestowania zarówno gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw, doprowadziły do „zbitcia” rentowności 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*)



## Opis sytuacji gospodarczej

Z jednej strony w nowy rok świat wchodzi przy akompaniamencie nadziei związanych ze skutecznością szczepień oraz szans wynikających z lepszej od oczekiwań adaptacji życia gospodarczego do warunków epidemicznych, z drugiej zaś przy negatywnie zaskakującej uporczywości pandemii, a także niepewności co do jej skutków długofalowych, również w wymiarze ekonomicznym.

O skali powyższych zjawisk świadczy m.in. najnowsza historia projekcji największych banków centralnych. Jeszcze we wrześniu ubiegłego roku Fed prognozował spadek PKB USA w '20 o ok. 3,7%, a europejski EBC spodziewał się skurczenia gospodarki strefy euro o 8%. Pomimo znacznie silniejszej od oczekiwań jesiennej fali epidemii, grudniowe prognozy zostały już poprawione do odpowiednio: -2,4% oraz -7,3%.

Uporczywość pandemii z kolei potwierdzana jest z każdym kolejnym miesiącem. W Europie i USA styczeń będzie stał raczej pod znakiem zaostrzenia restrykcji m.in. w obawie przed negatywnymi efektami okresu spotkań świąteczno-noworocznych, a także wobec nowych mutacji wirusa, które wykazują się prawdopodobnie większą zaraźliwością. Ścisłejszy i dłuższy *lockdown* zapowiedziały już np. Wielka Brytania oraz Niemcy.

Niemniej 2020 r. kończył się pewnymi optymistycznymi akcentami w sferze działań rządowych. W USA w końcu doszło do uchwalenia kolejnego pakietu stymulacyjnego, na kwotę ok. 900 mld USD. Państwowa pomoc przede wszystkim zredukuje presję osłabionego rynku pracy i wzmocni konsumpcję prywatną w I kw. '21.

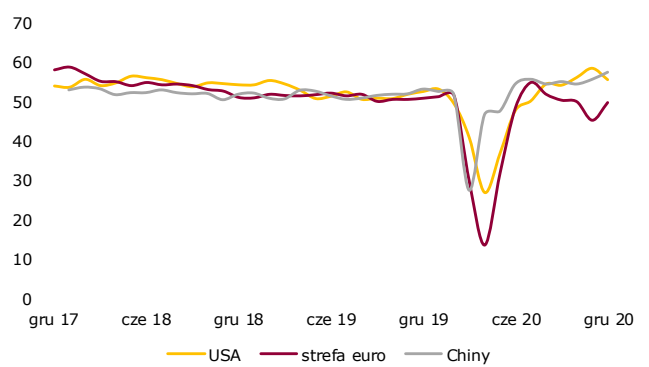
Oczywiście odbędzie się to kosztem zwiększonego długu, ale ten element w przypadku strategii wielu państw schodzi obecnie na dalszy plan, a stymulacja fiskalna jest głównym narzędziem w walce z kryzysem.

Rzutem na taśmę, tuż przed końcem '20, a więc ostatecznym terminem, podpisana została umowa handlowa między UE i Wielką Brytanią. Tym samym nie zmaterializowało się ryzyko nieuporządkowanego brexitu. W otoczeniu problemów związanych z pandemią, znaczenie tego wydarzenia przyblakło, niemniej na pewno dla wymiany handlowej między UE i Wielką Brytanią lepiej, iż w końcu udało się znaleźć kompromis.

W grudniu ponadto pomyślnie zakończyły się negocjacje dotyczące budżetu UE na lata 2021-27 oraz Funduszu Odbudowy. Większość obserwatorów spodziewała się ostatecznego wypracowania kompromisu, ale na pewno istniało ryzyko przedłużenia sporu na linii Bruksela – Warszawa/Budapeszt i opóźnień w uruchamianiu środków unijnych.

Z danych bieżących, zarówno tych twardych, jak i wskaźników koniunktury, można wysnuć wniosek, iż IV kw. '20 w największych gospodarkach przyniósł kontynuację ożywienia w Chinach i USA oraz spowolnienie w strefie euro. W relacji do oczekiwań największe pozytywne niespodzianki dotyczyły jednak strefy euro, m.in. przy silnym odbiciu w niemieckim sektorze samochodowym oraz dużo lepszym od prognoz grudniowym wskaźniku wyprzedzającym PMI sektora usług.

## PMI Composite dla największych obszarów gospodarczych



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W przypadku krajowej gospodarki najświeższe dane sugerują, iż jesienna fala epidemii miała nieco mniejszy wpływ na ogólną koniunkturę niż zakładał rynkowy konsensus. Pomogło w dużej mierze przyspieszenie silnika eksportowego, przy znajdującym się w dobrej kondycji sektorze przemysłowym w Niemczech.

## Akcje

### Rynki rozwinięte – DM

Grudzień był kolejnym bardzo dobrym miesiącem dla głównych rynków rozwiniętych. Indeks MSCI World zyskał 4%, a w okresie ostatnich 6 miesięcy ponad 20%. Z końcem grudnia indeks ustanowił nowe historyczne maksimum. W grupie rynków rozwiniętych przewagę na spółkami europejskimi wykazywały spółki amerykańskie oraz japońskie. Dla spółek amerykańskich liderem był segment nieco mniejszych podmiotów skupionych wokół indeksu Russell 2000. Pozytywne nastroje wciąż podbijają oczekiwania globalnego odbicia i kontynuacji ożywienia w gospodarce, a w związku z tym również po stronie wyników finansowych notowanych spółek.

Jednak główną bazą dla tych oczekiwań jest utrzymująca się bardzo ekspansywna polityka pieniężna prowadzona przez największe banki centralne, ale także wprowadzane równie hojną ręką rządowe programy stymulujące, które oprócz szeregu zwolnień (w daninach publicznych) zawierają również bezpośrednie transfery w postaci

Stosunkowo nieźle wyglądała również sytuacja na rynku pracy, co wsparło konsumpcję.

Summa summarum w IV kw. '20 spodziewamy się, iż spadek PKB był głębszy niż w III (-1,5% r/r), ale prawdopodobnie bliżej wyniku -3% r/r, niż -4% r/r. Po danych listopadowych widzimy też, iż w całym 2020 PKB w ujęciu realnym może spaść mniej niż o 3%, przy naszej ostatniej prognozie -3,2% r/r.

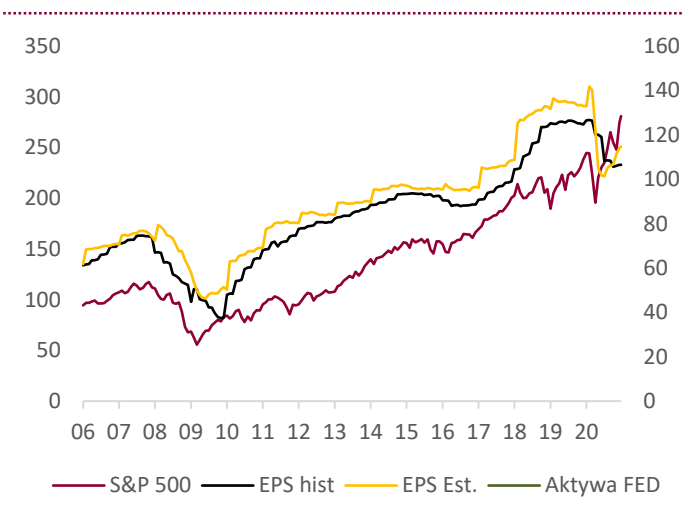
W bieżący rok krajowa gospodarka wchodzi z obostrzeniami podobnymi do tych, które miały miejsce w listopadzie i niewiadomą jak długo zostaną utrzymane. Oczywiście długość i zakres ww. obostrzeń wpłynęły negatywnie na koniunkturę i opóźniły ożywienie, przy czym końcówka ub. roku wskazuje, iż postępuje adaptacja do życia w trybie epidemicznym. Wciąż zatem widzimy spore szanse na silne odbicie koniunktury w '21, zwłaszcza w drugiej połowie roku. Prognozy własne Alior Banku to w '21 wzrost PKB o 3,8%. (js)

płatności dla firm, dotacji do wynagrodzeń lub jednorazowych wypłat dla gospodarstw domowych. W USA bieżące aktywa FED dynamicznie „puchnące” prowadzonym aktywnie skupem obligacji sięgnęły rekordowo wysokiego poziomu w relacji do PKB (blisko 35%). Z kolei dług federalny do PKB, który już w poprzednich latach utrzymywał się na poziomie ponad 100% PKB, tym razem wzniósł się do poziomu blisko 130%. Jednocześnie patrząc na wysoki dysonans rosnących wykresów aktywów FED i indeksu S&P500 z jednej strony, a wyraźnie niższych niż w okresie przed-pandemicznym zysków spółek, nawet prognozowanych, które z reguły wykazują optymistyczne założenia, to widać, że główną siłą napędową pozostaje jednak bieżąca (tu i teraz) polityka pieniężna oraz fiskalna.

Można wysnuć tezę, że podobnie jak wśród inwestorów giełdowych, banki centralne oraz rządy „kupują” przyszłość wspólnie uczestnicząc w drastycznie wysokich emisjach długu. Dług zapewne nieprędko, o ile w ogóle, zostanie spłacony, a jedynie będzie obsługiwany tylko

odsetkowo. Ale jeżeli potwierdzą się pozytywne szacunki to jego relatywny wymiar, czyli w przeliczeniu do PKB (który w domyśle ma rosnąć), faktycznie ma szansę spadać w kolejnych latach. Protokół z ostatniego posiedzenia FED wskazuje, że skup aktywów (czyli głównie długu rządowego) będzie kontynuowany jeszcze w kolejnych kwartałach. Podobne obserwacje względem długu i aktywności banku centralnego dotyczą strefy euro, gdzie aktywa EBC w 2020 zwiększyły się o blisko 50%, dług drugiej największej gospodarki strefy euro - Francji zwiększył się już do 115% PKB, a trzeciej – Włoch – do 150%.

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



Źródło: Bloomberg

Silnie pozytywne oczekiwania względem kontynuacji dynamicznego ożywienia w gospodarce mają swoją cenę w postaci bardzo wysokich wycen spółek w relacji zarówno do bieżących (to byłoby jeszcze rozumiane jednorazowym efektem pandemicznej recesji), ale również tych prognozowanych na rok przyszły, które w opinii wielu analityków dla akcji amerykańskich dopiero w drugiej połowie tego roku osiągną poziom sprzed pandemii, a dla europejskich ten moment wystąpi dopiero w 2022 r. Skąd więc taka determinacja kupujących, skoro akcje wydają się drogie?

Odpowiedzią jest brak atrakcyjnych alternatyw. Przy zerowych stopach procentowych, bądź w niektórych krajach, już nawet ujemnych, zwłaszcza dla firm, oprocentowanych depozytach w banku, nawet „drogie” akcje oferują wciąż dodatnią premię za ryzyko rynkowe

mierzone jako prognozowany zysk spółki do jej kapitalizacji rynkowej. Również stopa dywidendy (dywidenda do ceny rynkowej akcji), która dla wielu spółek jest bardzo niska z racji właśnie wysokich wycen akcji, i tak przewyższa potencjalny zysk (lub jego brak) z lokat lub krótkoterminowych obligacji rządowych.

Pozytywne oczekiwania wspierają istotnie wprowadzane w kolejnych krajach programy szczepień, które mają szansę bez utrzymywania bolesnych dla gospodarek „zamknięć” faktycznie ograniczyć zachorowalność wirusem COVID19. Ale tutaj pojawia się inna kwestia. Jeżeli szczepienia okażą się skuteczne i globalna gospodarka powróci na ścieżkę wzrostu to nie będzie potrzebna już tak ekspansywna polityka pieniężna oraz fiskalna. Czy w tej sytuacji nabrzmiałe rynki kapitałowe będą w stanie wspinać się jedynie na fali oczekiwań i prognoz, a przy braku fizycznego zasilania systemu finansowego pieniędzmi banków centralnych? Czy może wyceny odczekają aby tym razem dogoniły je generowane przez spółki zyski?

Nie znając do końca odpowiedzi na te pytania w stosunku do rynków rozwiniętych najbardziej racjonalnym podejściem wydaje się lekkie niedoważenie względem rynków wschodzących, na których stopień zaburzeń ekspansywną polityką monetarną jest znacznie mniejszy, oraz szeroka dywersyfikacja sektorowa, a więc zarówno niewielkie ekspozycje na amerykańskie spółki typu *growth*, które w okresie nasilenia pandemii wykazywały bardzo dużą odporność na bieżące wydarzenia oraz charakter ich biznesu pozwala na podtrzymywanie wysokich wzrostów sprzedaży i zysków, jak również akcji europejskich, które w większym stopniu obejmują bardziej tradycyjne sektory gospodarki i powinny mocno partycypować w oczekiwanej kontynuacji ożywienia w globalnej gospodarce. Dla zachowania większej równowagi oraz zwiększenia dywersyfikacji podtrzymujemy wskazanie na globalne spółki typu *value*, które może nie przynoszą tak dynamicznych zmian wyników jak spółki *growth*, ale w miejsce tego oferują większą stabilność finansową, „zdrowy” bilans oraz bardziej przewidywalne generowanie gotówki w firmie pozwalające na utrzymanie możliwości wypłat dywidendy, co dla osób poszukujących okresowych płatności we wspomnianym środowisku zerowych stóp procentowych jest istotnym argumentem. (mb)



## Japonia

Po dynamicznych listopadowych wzrostach, w grudniu nastąpiła stabilizacja i przejście do trendu bocznego na japońskim rynku akcji. Główny indeks Giełdy w Tokio - Nikkei 225 wystrzelił jednak ponownie na przełomie roku i 8 stycznia osiągnął pułap 28139 punktów – nienotowany od sierpnia 1990 roku.

Nowy pakiet stymulacyjny o wartości 73,6 bln jenów (ponad 2 500 bln zł), który ma pomóc gospodarce Japonii wyjść z koroną kryzysu, podniesie wg premiera Japonii, PKB o 3,6 proc. W nowo uchwalonym pakiecie przewidziano między innymi przedłużenie programów dotacji, mających napędzać turystykę i konsumpcję, chronić miejsca pracy, zachęcać do cyfryzacji i obniżania emisji dwutlenku węgla. Jest to pierwszy pakiet stymulacji gospodarki związany z pandemią koronawirusa, opracowany przez japońskie władze, odkąd w połowie września Suga zastąpił Shinzo Abego na stanowisku premiera.

Na początku stycznia diagnozuje się w Japonii najwięcej przypadków chorych na Covid od początku pandemii - ponad 5 tys. dziennie, co jednak nie jest dużo jak na ponad 125-milionową populację tego kraju. Nieporównywalnie mniejsze aniżeli w Europie są też administracyjne obostrzenia związane z pandemią. Niemniej pomimo ostatniego kwartalnego wzrostu przewiduje się, że japońska gospodarka skurczy się o 5,6 proc. w roku podatkowym, który kończy się w marcu 2021 r. Podniesiono natomiast prognozy wzrostu PKB Japonii na 2021 rok do 4% z wcześniej szacowanych 3,4%.

Bez zmian natomiast w polityce pieniężnej. Zgodnie z oczekiwaniami, na grudniowym posiedzeniu Bank Japonii pozostawił główną stopę procentową na poziomie -0,1 proc. (taki poziom funkcjonuje od stycznia 2016 r.). Bank pozostawił też bez zmian inny benchmark – target rentowności 10-letnich obligacji rządowych – na poziomie ok. 0,0 proc. oraz zdecydował o przedłużeniu poza marzec 2021 r. programu wsparcia dla gospodarki w związku z pandemią koronawirusa. Kolejne posiedzenie Japońskiego Banku Centralnego zaplanowano na 27 stycznia 2021 r. (rk)

## Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM)

Od początku listopada, kiedy to świat obieżyły informacje o obiecujących wynikach badań szczepionek Pfizera i Moderny, nastąpił gwałtowny napływ kapitału w kierunku spółek cyklicznych, w tym rynków wschodzących ogółem co widać było w wysokich dwucyfrowych stopach zwrotu giełd tych krajów rozwijających się i spółek cyklicznych. W grudniu wystąpiła kontynuacja listopadowego ruchu co wyraża się m.in. w solidnej zwwyżce indeksu MSCI Emerging Markets.

Natomiast największa gospodarka z segmentu rynków wschodzących – Chiny, nie straciła wiele na pandemii, a więc w obliczu nadchodzącego schyłku Covid-19 akcje chińskie nie wzrosły znacząco, gdyż nie było tu pola do dyskutowania tak znaczącej poprawy gospodarki, jak miało to miejsce w przypadku innych rynków wschodzących. W dłuższym horyzoncie inwestycyjnym chińskie akcje pozostają jednak wciąż atrakcyjne i choć w ostatnich miesiącach nie odnotowały relatywnie najlepszych wyników, to po zdyskontowaniu pozytywnego wpływu szczepień chińskie firmy ze względu na dobry 2020 rok i wysoki potencjał w kolejnych latach mogą wrócić na szczyt zestawienia.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że pomimo zapowiedzi chińskich polityków na zmianę modelu gospodarczego, który ma być zorientowany na popyt wewnętrzny, stara sprawdzona recepta pozostaje skuteczna – inwestycje infrastrukturalne napędzane wzrostem zadłużenia oraz eksport rozkręcają gospodarkę Państwa Środka. W listopadzie eksport Chin wyniósł 268 mld USD o 30 mld USD więcej od poprzedniego rekordu we wrześniu i wzrósł r/r aż o 21,1%, co było istotnym zaskoczeniem in plus wobec szacunków analityków oscylujących w granicach 12%. Rosnąca dysproporcja pomiędzy eksportem a importem spowodowała rekordową nadwyżkę handlową w listopadzie- 75,4 mld USD.

Na nieco słabsze zachowanie akcji chińskich względem pozostałych rynków EM cieniem położyło się natomiast m.in. postępowanie antymonopolowe wobec największej spółki w indeksie MSCI China – Alibaby (14,5% udziału) oraz zablokowanie zapowiadającego się na największe w historii rynku kapitałowego na świecie IPO spółki zależnej Alibaby – Ant Financial, odpowiedzialnej za płatności na

portalu AliExpress. W ciągu ostatnich miesięcy chińskie władze zaczęły wykazywać wyjątkowe zaniepokojenie wielkością firm technologicznych, ich rolą w komunikacji społecznej oraz znaczeniem dla gospodarki, a zwłaszcza wpływem gałęzi fintech na sektor finansowy. Sam założyciel i nadal jeden z głównych akcjonariuszy Alibaby - Jack Ma, nie pokazał się publicznie od dwóch miesięcy (według doniesień agencji Reutersa), a jego aktywność na twitterze zanikła.

Rozmiarów nabiera również konflikt na linii Indie-Chiny. Na przełomie listopada i grudnia Indie wprowadziły zakaz dla kolejnych chińskich aplikacji mobilnych w tym m.in. dla AliExpress. Już po raz czwarty wpisano grupę chińskich aplikacji na czarną listę. Pierwszy taki krok podjęto w lipcu, kiedy zablokowano dostęp do 59 aplikacji kontrolowanych przez chińskie podmioty. Do tej pory w sumie wyeliminowano z indyjskiego rynku ponad 200 chińskich aplikacji. Jednym z zarzewi konfliktu między dwoma najludniejszymi krajami świata jest także zapowiedź chińskich władz znaczącego poszerzenia obszaru – do powierzchni większej nawet od obszaru Indii, na którym prowadzony będzie eksperymentalny program modyfikacji pogody (sztucznie wywoływane opady). Taka ingerencja może negatywnie odbić się na zjawiskach klimatycznych i indyjskim rolnictwie, które stanowi bardzo wysoki udział w PKB tego kraju (ok 17%), i w którym pracuje blisko 50% siły roboczej tego kraju.

Eskaluje także chiński konflikt z USA: prezydent Stanów Zjednoczonych Donald Trump podpisał „The Holding Foreign Companies Accountable Act.” Zgodnie z ustawą firmy, które działają na amerykańskich giełdach, będą musiały przestrzegać rygorystycznych zasad odnośnie audytu finansowego. Jeśli w ciągu trzech lat nie zastosują się do nowych zasad, zostaną usunięte z giełdy. Pomimo tego, że prawo będzie obowiązywać wobec wszystkich firm, to zmiany najsilniej uderzą w chińskie podmioty. Według „South China Morning Post” obecnie żadna chińska spółka nie przeprowadza audytów we wskazany sposób. (ad)

## Polska

Rynek akcji zanotował w grudniu drugi z rzędu mocno wzrostowy miesiąc i był jednym z najlepszych regionalnych indeksów (dolarowy MSCI Poland aż +7,7%, złotówkowy indeks szerokiego rynku WIG +8,3%). Tym razem prym we

wzrostach wiodły spółki sektora energetycznego (WIG-Energia +16,6%, przynajmniej w części dzięki ostatecznemu niezawetowaniu budżetu Unii Europejskiej, zakładającego sute inwestycje w OZE) oraz WIG-Banki (+8,6%), co ciekawe w opozycji do sektorowego europejskiego odpowiednika (Eurostoxx po bardzo dobrym listopadzie w grudniu zyskał jedynie kosmetyczne 0,5%). Przez większą część miesiąca na GPW najlepiej zachowywały się spółki duże, ale wypowiedź prezesa NBP o możliwym obniżeniu w I kw. przyszłego roku głównej stopy procentowej z już i tak niemal zerowego poziomu (0,1 proc.) zaszkodziła na ostatniej sesji miesiąca dość mocno kursom banków (bez niej drugi miesiąc z rzędu wzrost subindeksu sektorowego WIG-Banki byłby dwucyfrowy), przez co miesięczne stopy zwrotu głównych krajowych indeksów dość mocno się zrównały (WIG20 +8,4%, sWIG80 +8,3%, mWIG40 +6,6%).

Na głównych warszawskich indeksach nadal średnioterminowo obowiązują trendy wzrostowe (ich notowania znajdują się powyżej średniej 200-sesyjnej) a wskaźniki wycen utrzymują się w okolicach 5-letniej średniej. Duży optymizm na parkiecie nie opuszcza inwestorów, którzy są skłonni płacić co raz więcej za drożące akcje. Wiele emocji w ostatnich miesiącach wzbudzał także rynek NewConnect. NCIindex w ubiegłym roku wzrósł aż o 108% głównie za sprawą spółek produkujących gry oraz biotechnologicznych.

Na głównym parkiecie w grudniu oczy inwestorów skierowane były na spółkę CD Projekt, gdzie głównym wydarzeniem była długo wyczekiwana premiera drugiej wielkiej produkcji po serii Wiedźmina – „Cyberpunk 2077”. Gra w wersji na konsole starszej generacji (te najnowsze jeszcze nie zdążyły wejść do powszechnego użytku) zawierała wiele niedoróbek, co skończyło się bezprecedensowym usunięciem tytułu z platformy sprzedażowej Sony Playstation, koniecznością wprowadzenia przez spółkę pełnego zwrotu środków niezadowolonym klientom, a na koniec złożeniem pozwu zbiorowego przez akcjonariuszy w Stanach Zjednoczonych, przez co kurs spadł od szczytowego momentu przed premierą o blisko 40%.

Zapowiadająca się od dłuższego czasu przymusowa restrukturyzacja (poprzez anulowanie akcji i obligacji podporządkowanych) przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny (współ z bankiem Pekao SA) Idea Banku, którego wskaźniki kapitałowe już od końca 2018 roku

dalece nie spełniały norm ostrożnościowych, znalazła swój finał w Sylwestra, i w zgodnej opinii specjalistów zarówno z, jak i spoza sektora, była nieodzowna. Ponadto zredukowała ryzyka znaczącego wzrostu składek na BFG w sytuacji upadłości, znacząco poprawiając też notowania innych giełdowych banków, przez co łącznie z pozytywnym impulsem płynącym na całym świecie dla cyklicznych spółek *value*, subindeks sektorowy WIG-Banki może pochwalić się imponującym wzrostem od dołka w końcu października na poziomie 3084 pkt. do 5363 w piątek 8 stycznia, czyli o imponujące ca. 75%.

Rok, który zakończył się największym od kilkunastu lat przyrostem rachunków klientów indywidualnych zakończył się wysoką dyspersją stóp zwrotu notowanych spółek. (bz,zo)

### Najwyższe wzrosty i spadki spółek z głównego rynku GPW w 2020 r.

Spółka	St. Zwrotu	Spółka	St. Zwrotu
Mercator	+4160%	ITMTrade	-93,46%
Nexity	+3760%	Elbudowa	-90,86%
Harper	+2030%	Mabion	-73,64%
Zastal	+1880%	Towerinvt	-57,65%
06Magna	+680%	GamFactor	-56,87%
BioMedLu	+679%	GamFactor-PDA	-55,36%
OAT	+442%	MexPolska	-54,39%
PunkPirat	+436%	ASMGroup	-54,27%
Platyninw	+397%	Gameops	-53,52%
INC	+387%	Yolo	-53,20%
Sanwil	+369%	Mbank	-51,49%
XTB	+368%	Getin	-50,90%
Libet	+363%	Serinus	-50,85%
Krvitamin	+313%	Lotos	-48,43%
Glcosmed	+266%	Sfinks	-47,85%

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych giełdowych

## Obligacje

Podobnie jak w listopadzie, także w grudniu 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.

Po tym jak Rada Polityki Pieniężnej nie zdecydowała się na obniżenie głównej stopy procentowej NBP na posiedzeniu w listopadzie, w szczyt przyrostu liczby chorych na Covid-19 (m.in. dlatego, że nie bardzo jest już z czego obniżyć - główna stopa NBP to obecnie 0,1 proc.). pod koniec roku wypowiedzią o możliwej obniżce stóp w I kw. '21 zaskoczył wszystkich Adam Glapiński. Co prawda główna miara inflacji – CPI, w grudniu spadła do 3,0 proc., ale danych o inflacji bazowej (bez najbardziej cyklicznych komponentów, jakim jest żywność i energia) za grdzień prezes NBP w momencie wypowiedzi nie miał, a za listopad wskaźnik ten był najwyższy od 20 lat (4,3%), a dodatkowo na 2021 rok sam NBP oczekuje ok. 4%-owego tempo wzrostu PKB, dlatego też wypowiedź prezesa Glapińskiego interpretujemy bardziej jako element interwencji słownej ukierunkowanej na osłabienie

złotego, do czego ośmieliły zresztą NBP bardzo dobre dane o eksporcie (w październiku po raz pierwszy w historii wyniósł ponad 100 mln zł, a narastająco nadwyżka w handlu wyniosła aż 3,5% PKB) i produkcji przemysłowej (w listopadzie +5,4% r/r). Kombinacja powyższych sprzyja też niskim kosztom finansowania się rządu (rentowności benchmarkowych 10-latek znów blisko 1,2 proc.), przez co atrakcyjność polskich obligacji skarbowych pozostaje niska; spadły także premie za ryzyko kredytowe na krajowym rynku obligacji. Niemniej fundusze obligacji polskich radzą sobie całkiem nieźle, stosując przynajmniej częściowo strategię, o których pisaliśmy w poprzednim wydaniu Nawigatora

Grudzień był kolejnym miesiącem spadku wartości dolara na arenie międzynarodowej, co w połączeniu ze wzrostem apetytu na ryzyko globalnych inwestorów sprzyjało wzrostom wycen obligacji rynków wschodzących (wzrosty benchmarków o odpowiednio 2,4% w walutach lokalnych oraz 1,7% w USD). Dalsze zachowanie tego segmentu będzie pochodną decyzji jakie podejmie Fed w zakresie polityki pieniężnej, w tym skupu tracących mocno na

wartości w pierwszym tygodniu stycznia Treasuries-ach (obligacjach rządu USA), oraz oczywiście przebiegu pandemii w głównych krajach koszyka emitentów EM. Zwracamy ponadto uwagę, że części z nich jak Brazylii (surowce przemysłowe i towary rolne), Rosji (surowce przemysłowe i ropa), Meksyk, Indonezja (ropa), sprzyja aktualna hossa surowcowa. Dla krajów takich jak Indie czy Turcja – wręcz przeciwnie, kraje te są niemal czystymi importerami ropy i wzrost jej ceny zwiększa presję inflacyjną. (zo)

## Zagraniczne korporacyjne IG

Grudzień okazał się kolejnym wzrostowym miesiącem w roku dla obligacji o ratingu inwestycyjnym (IG). Pod wpływem kilku pozytywnych czynników ta klasa aktywów osiągnęła wyniki lepsze niż obligacje rządowe na wszystkich rynkach rozwiniętych (DM) pod względem całkowitego zwrotu i odnotowała dalsze zawężenie spreadów we wszystkich regionach. Na poprawę tego sentymentu miały wpływ przede wszystkim rozwój wydarzeń związanych ze szczepionką na COVID-19, złagodzenie ryzyka politycznego w USA po zwycięstwie wyborczym Bidena oraz stałe wsparcie od banków centralnych i rządów. W ujęciu historycznym rentowności obligacji o ratingach inwestycyjnych natomiast osiągają swoje historyczne niskie poziomy.

W grudniu zyskiwał zarówno segment obligacji IG emitentów amerykańskich (+0,4 proc.) jak i europejskich (+0,2 proc.), a premie kredytowe spadły o ok. pkt. bazowych, czyli do poziomów jakich nie widziano od lutego. Obligacje przedstawicieli sektorów takich jak linie lotnicze, rozrywka i handel detaliczny były w ostatnim miesiącu liderami zwyżek. Chociaż fundamentalne prognozy w Europie pozostają przytłumione, optymizm dotyczący szczepionki wydaje się przekraczać obawy inwestorów.

Jeśli chodzi o obligacje korporacyjne IG na rynku azjatyckim grudzień był kolejnym dobrym miesiącem zarówno pod względem spreadu, jak i całkowitego zwrotu. Podobnie jak w przypadku większości 2020 r., duża płynność i ciągły popyt na dochód ze strony inwestorów nadal wspierają tę klasę aktywów. Wyceny azjatyckich IG, podobnie jak i amerykańskich czy europejskich odpowiedników rosną od marca i kwietnia, ale w przeciwieństwie do nich ich spready (premie kredytowe)

nadal pozostają nieco szersze niż przed wyprzedającą związaną z COVID-19. (dm)

## Zagraniczne korporacyjne HY

Grudzień podobnie jak listopad był bardzo korzystnym miesiącem dla obligacji wysokiej stopy zwrotu (High Yield – HY). Benchmark amerykańskiego segmentu obligacji HY zyskał na wartości 1,9 %, natomiast jego europejski odpowiednik - 0,7 % i spośród wszystkich głównych segmentów obligacji, były to obok obligacji inflacyjnych oraz obligacji skarbowych rynków wschodzących, najwyższe wzrosty w minionym miesiącu.

Segment obligacji HY utrzymuje wysoką korelację z rynkiem akcyjnym. Niskie stopy procentowe spowodowały, że rok 2020 był rekordowy pod względem emisji obligacji korporacyjnych, gdzie same amerykańskie firmy pozyskały w ten sposób 2,5 biliona dolarów. Mimo obaw o spowolnienie gospodarcze związane z pandemią oraz niższego oprocentowania obligacji korporacyjnych, popyt na nie jest wciąż duży, wzmacniany dodatkowo przez działania banków centralnych.

Zwracamy jednak uwagę, że rośnie ilość firm, które mogą mieć problemy z obsługą swojego długu. Z dostępnych analiz wynika, że wśród samych tylko spółek z indeksu Russell2000, ok. 15% ma status spółek „zombie” i jest to najwyższy współczynnik pod ponad 20 lat. Spółkami „zombie” są określane firmy, w których odsetki od zadłużenia są wyższe niż zyski firmy przez 3 kolejne lata.

Dlatego też za właściwe nastawienie do obligacji HY niezmiennie uznajemy umiarkowanie negatywne, a przy selekcji funduszy z tej klasy aktywów, preferujemy jak najniższy udział obligacji z ratingiem poniżej B oraz przedstawicieli sektorów najbardziej narażonych na pandemię, takich jak sektor energetyczny, lotnictwo, hotele, turystyka, itp. w rezultacie też nadal preferujemy europejskich emitentów HY vs. amerykańskich. Przyglądamy się także segmentowi obligacji HY azjatyckich emitentów, gdzie średnia rentowność jest najwyższa, ale też ryzyka płynące ze strony aspektów związanych z *corporate governance* najwyższe. W ostatnich dniach pojawia się dodatkowe ryzyko, związane z możliwością wycofania z giełd amerykańskich części spółek chińskich. (ml)



# Surowce

Grudzień był miesiącem wzrostów cen zdecydowanej większości surowców. CRB Index, obrazujący zbiorczą kondycję rynku surowcowego urosł w poprzednim miesiącu o ponad 4,8%.

Co prawda niektórzy z liderów listopadowych zwyżek (jak ropa i niektóre metale przemysłowe) trochę spowolnili tempo wspinaczki, jednak do surowcowej hossy dołączyły ponownie metale szlachetne – drugi po ropie pod względem wagi segment handlu towarowego.

Rozpoczęte w wielu miejscach na świecie masowe szczepienia przeciw Covid ugruntowały wiarę uczestników gry rynkowej, że na horyzoncie widać normalizację i zmierzamy prostym i dziarskim krokiem w jej kierunku.

Korzystnie wpływały na rynek także prace nad amerykańskim programem stymulacyjnym - 21 grudnia Kongres przegłosował warty 900 miliardów USD pakiet gospodarczy. Przewiduje on między innymi drugą turę bezpośrednich transferów pieniężnych dla Amerykanów, tym razem w wysokości 600 USD (pomoc jednorazowa), zwiększenie o 300 USD tygodniowej kwoty zasiłku dla bezrobotnych na okres 11 tygodni, pomoc dla małych firm, szkół i uczelni. Z jednej strony jest on postrzegany jako narzędzie, które pomoże w stymulacji realnej gospodarki, a z drugiej strony w perspektywie najbliższych tygodni może być przyczyną słabości dolara. Szczególnie w sytuacji, kiedy pojawiać będą się głosy o możliwym zwiększeniu wielkości świadczeń.

Do miana hasła przewodniego na 2021 na rynku surowcowym, czy szerzej na rynku finansowym w ogóle, kandyduje pojęcie „reflacji gospodarek”, czyli powrót do inflacji napędzany akomodacyjną polityką banków centralnych (w Polsce inflację mamy cały czas wysoką, ale np. w Europie Zachodniej, także m.in. na skutek obniżek podatków w reakcji na kryzys, oficjalne miary wzrostu cen oscylują w okolicy zera). Konsensus rynkowy zakłada także kontynuację spadku kursu dolara, z czym negatywnie skorelowane są wyceny surowców.

Pozostałymi istotnymi czynnikami dla oblicza rynku w 2021 r. będą dalsze postępy w walce z pandemią, niestabilna i

często niewystarczająca podaż głównych surowców (od miedzi po towary rolne), popyt z Chin, obawy związane z pogodą, globalna nadpodaż pieniądza i w efekcie intensyfikacja spekulacji.

## Ropa

Grudzień był udanym miesiącem dla „czarnego złota”. Główne gatunki ropy zanotowały solidne wzrosty i tak ropa WTI po wzroście o 7% dotarła do okolic 48,5 USD za baryłkę, a ropa Brent rosnąc o 8,2% wyceniana była na ponad 52 USD.

Siłą napędową wzrostu cen były w dużej mierze te same czynniki co miesiąc temu. Pierwsze postępy w szczepieniu populacji gospodarek zachodnich podgrzewały nadzieje na rychłe luzowanie ograniczeń wynikających z pandemii. Oczekiwania dotyczyły przede wszystkim znoszenia ograniczeń w szeroko pojętym przemieszczaniu się ludności. Utrzymywał się nadal silny popyt z Azji, a OPEC+ utrzymywał produkcję w ryzach. Rynek nadal obserwował napięcia na linii USA-Iran i stabilizację wydobycia w Libii.

Obecnie rynek z uwagą obserwuje comiesięczny szczyt OPEC+. Z doniesień obserwatorów wynika, że Rosja i Kazachstan nawołują do zwiększenia wydobycia w lutym o 500 tys. baryłek ropy, czemu sprzeciwia się jednak Arabia Saudyjska, która stoi na stanowisku, że obecny poziom produkcji powinien zostać utrzymany do końca I kw. Rosjanie uważają, że cena w okolicach 50 USD jest na razie wystarczająca, a wyższe ceny mogłyby zacząć stymulować wydobycie ropy z łupków w USA. Saudyjczycy chętniej widzieliby cenę ropy w przedziale 70-80 USD i to opcja saudyjska zdaje się w tej chwili uzyskiwać przewagę, po tym jak na grudniowym posiedzeniu OPEC+ zatwierdził plan zwiększenia dostaw o 500 tys. baryłek dziennie od stycznia.

Jednocześnie w końcówce miesiąca pojawił się szereg zaskakujących informacji dotyczących zapasów. Zarówno Amerykański Instytut Paliw (American Petroleum Institute, API) jak i Departament Energii podały dane o znacznie większym od oczekiwań spadku zapasów ropy.

Informacje te istotnie uspokoiły rynek. Odsuwają bowiem ryzyko nadpodaży w najbliższym czasie.

Zarówno prognozy OPEC, jak i Międzynarodowej Agencji Energetycznej zakładają stopniową odbudowę popytu na ropę naftową w przyszłym roku. Jednak rynek musi pamiętać o tym, że OPEC+, ma obecnie blisko 8 milionów baryłek dziennie wolnych mocy produkcyjnych, które oczekują by zostać skierowane na globalne rynki. W związku z tym pomimo świetnej passy w ostatnich miesiącach nie dziwi fakt, że surowiec jest notowany o ok. 20 proc. niż niż na początku stycznia 2020 r.

OPEC ustami nowego sekretarza generalnego Mohammada Barkindo komunikuje jednak, że „prognozy popytu na ropę w I połowie 2021 r. są bardzo zróżnicowane i nadal jest wiele takich, które wskazują na negatywne ryzyka”. W związku z tym zapewne nie powinniśmy spodziewać się żadnych nieobliczalnych ruchów na miarę wojny cenowej Rosja-Arabia Saudyjska z pierwszej połowy 2020 r. Tym bardziej, że pandemia koronawirusa na świecie nie ustępuje, a nowy szczep odkryty niedawno w Wielkiej Brytanii rozprzestrzenia się na inne kraje, powodując w wielu miejscach rozszerzenie *lockdown-ów* i ograniczanie mobilności ludności oraz swobody prowadzenia szeroko rozumianej działalności gospodarczej.

Międzynarodowa Agencja Energetyczna w grudniu obniżyła swoją prognozę wzrostu popytu, podobnie jak OPEC, który oszacował, że będzie on rósł o 5,9 mln baryłek dziennie (do 95,89 mln). Pozwoli to na odbudowanie w tym roku 2/3 ubytku popytu sprzed marca 2020 r. Zgodnie z prognozami raportu Banku Światowego „Commodity Markets Outlook” średnia cena ropy w 2021 roku wyniesie 44 USD za baryłkę. To więcej niż oczekiwana na 2020 rok średnia 41 USD, ale znacznie mniej niż średnia z roku 2019 (61 USD). Konsensus Reutersa zebrany od 40 analityków na przełomie listopada i grudnia, mówił, że oczekiwana średnia cena ropy Brent (europejskiej) oraz WTI (amerykańskiej) na 2021 r. to odpowiednio 49,35 i 46,40 USD za baryłkę.

## Złoto

Po bardzo słabym listopadzie, w którym złoto i srebro były nieomal jedynymi surowcami, których ceny spadały, grudzień przyniósł dużo lepsze nastroje dla posiadaczy tych aktywów. Złoto zanotowało wzrost o ok. 6,4%, a

srebro podrożało o 16,9%. Szczególnie istotne znaczenie miało ponowne osiągnięcie przez złoto poziomu 1900 USD za uncję, który ma ważne znaczenie techniczne jak i psychologiczne (na początku stycznia znów jednak poziom ten był testowany przez podaż). Kruszcze powróciły równocześnie do silnej odwrotnej korelacji ze słabnącym w związku pozytywnymi oczekiwaniami dotyczącymi przyszłości dolarem.

Zwycięstwo Demokratów w uzupełniających wyborach do wyższej Izby Kongresu 6 stycznia w pierwszej chwili wsparło cenę złota, ponieważ przewaga z senacie pomoże prezydentowi Bidenowi w forsowaniu ekspansywnej polityki fiskalnej. Zaraz jednak potem cenę złota przystopowały wzrosty rentowności amerykańskiego długu. Generalnie element reflacyjny i oczekiwania dotyczące słabego dolara, stanowią główne tło narracji w komentarzach dotyczących cen złota w średnim i długim terminie. Mówiąc wprost „nieodpowiedzialni” politycy mogą doprowadzić do inflacji, a złoto miało by przed nią ochronić, ale ewentualnie rosnące rentowności amerykańskiego długu mogą ograniczać relatywną atrakcyjność złota.

W krótki terminie dość znaczącym ryzykiem dla złota wydaje się być także ewentualny zwrot na silnie wyprzedawanym w ostatnich miesiącach dolarze (wzrost jego wartości). Pociągnęło by to zapewne za sobą korektę także na większości pozostałych surowców.

## Metale przemysłowe

Ceny metali przemysłowych w grudniu kontynuowały wzrostowe tendencje z listopada, nadal dyskontując obecne i przyszłe zapotrzebowanie w rzeczywistej gospodarce. Wiara w normalizację po szczepionkach, moc sprawczą pakietów stymulacyjnych znajdowała nadal oparcie w solidnym zapotrzebowaniu „bieżącym” generowanym przez Azję, głównie Chiny. Chiński wskaźnik PMI dla przemysłu rósł przez osiem kolejnych miesięcy, co sugerowało i sugeruje rynkom utrzymujący się silny popyt na metale ze strony zdecydowanie największego konsumenta na świecie.

Rynek nadal wyraźnie dyskontował silny związek innowacji we współczesnym przemyśle i energetyce, ze wzrostem zapotrzebowania na metale nieżelazne: miedź, nikiel, srebro, ołów, metale ziem rzadkich, itd.

Wspomniana wyżej miedź zdrożała w grudniu o 2,4%, nikiel o 3,7% i pallad 2,5%, platyna o 8,6%, płasko kształtowały się ceny cynku (-1,3%). Ceny miedzi, po ustanowieniu siedmioletnich maksimów kontynuowały wzrost, zbliżając się powoli do 8000 USD za tonę. Miedź drożała w ubiegłym roku przez 9 kolejnych miesięcy, co było najdłuższym pasmem zwyżek cen metalu od 1994 r. Silny popyt z Chin i kurczące się zapasy powinny wspierać cenę nadal. Imponującym wzrostem – o 25% w grudniu wykazały się ceny rud żelaza, kończąc rok na poziomie 75% wyższym niż poprzedni.

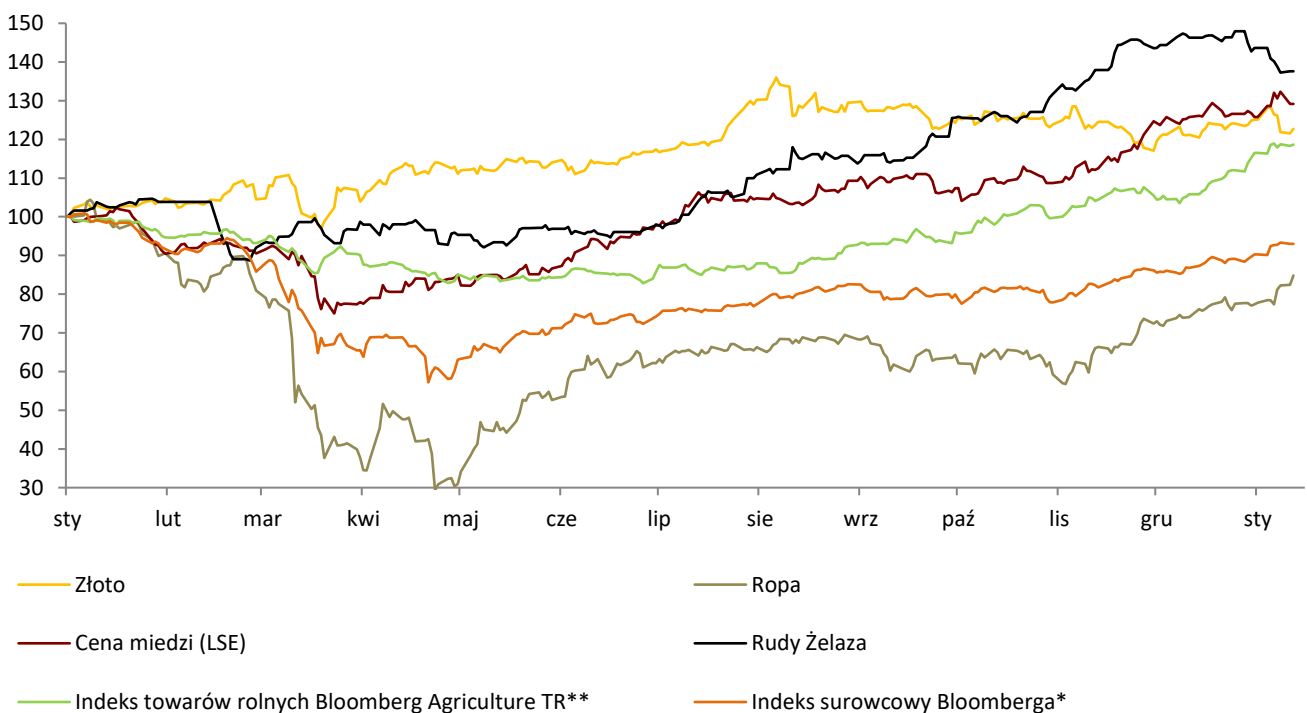
## Towary rolne

Słabnący dolar stanowił wsparcie dla cen surowców rolnych, a popyt z Azji nadal utrzymywał się na wysokim poziomie. Jednak to ryzyka pogodowe były tym, co rozpałało głowy inwestorów i było przyczynkiem wzrostu cen. Niestabilna i przeważnie sucha pogoda w USA,

Europie, nad Morzem Czarnym towarzyszyła nam już od miesięcy. Nasilające się zjawisko La Nina - cyklicznej anomalii pogodowej występującej we wschodniej części tropikalnego Pacyfiku, powodowało coraz większe obawy o zbiory w Argentynie i Brazylii. Na to nałożyły się rekordowe zakupy z Chin i dobre prognozy przyszłego popytu. W efekcie w grudniu cena pszenicy wzrosła o 10,4%, a kukurydzy i soi odpowiednio 15,3% i 12,4%.

Ceny mniej znaczących towarów rolnych, jak kawa i kakao podskoczyły do góry po ujawnieniu w listopadzie efektów 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). Niekorzystne doniesienia dotyczące przedłużających się lockdown-ów i informacje na temat nowych szczepów wirusa skutecznie jednak stonowały popyt. Ostatecznie w grudniu kawa podrożała o 4%, a kakao potaniało o 5%. (bn)

### Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku,

\* składa się z 23 notowanych na giełdach surowców i ich pochodnych, surowce energetyczne i towary rolne stanowią po ok. 30%, metale przemysłowe i szlachetne po ok. 17%,

\*\* 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

## Stopa zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

<b>AKCJE - regiony</b>	<b>Waluta</b>	<b>Grudzień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ALL Countries	USD	4,5%	14,4%	23,1%	14,3%	26,0%	61,8%
MSCI World	USD	4,1%	13,6%	22,2%	14,1%	27,9%	61,8%
MSCI Emerging Markets	USD	7,2%	19,3%	29,8%	15,8%	11,5%	62,6%
MSCI EM Asia	USD	6,9%	18,6%	31,7%	26,0%	21,5%	76,7%
MSCI EM Latin America	USD	11,6%	34,1%	31,4%	-16,0%	-13,3%	34,0%
MSCI EM Europe	USD	9,6%	20,2%	12,8%	-15,6%	-1,7%	47,5%
MSCI Poland	USD	7,7%	12,1%	8,3%	-13,2%	-25,7%	-2,7%
MSCI Frontier Markets	USD	5,6%	10,9%	19,0%	-2,4%	-10,3%	13,0%
S&P500 - USA	USD	3,7%	11,7%	21,2%	16,3%	40,5%	83,8%
Russell 2000	USD	8,5%	31,0%	37,0%	18,4%	28,6%	73,9%
MSCI Europe	EUR	2,3%	10,5%	10,1%	-5,4%	0,5%	7,3%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	2,5%	10,5%	10,7%	-4,0%	2,5%	9,1%
DAX - Niemcy	EUR	3,2%	7,5%	11,4%	3,5%	6,2%	27,7%
CAC40 - Francja	EUR	0,6%	15,6%	12,5%	-7,1%	4,5%	19,7%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	0,0%	20,2%	11,6%	-15,5%	-19,6%	-15,4%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	0,8%	16,9%	14,7%	-5,4%	1,7%	3,8%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	3,1%	10,1%	4,7%	-14,3%	-16,0%	3,5%
FTSE Nordic 30	SEK	-0,4%	3,5%	13,6%	16,0%	25,5%	30,1%
Nikkei - Japonia	JPY	3,8%	18,4%	23,1%	4,8%	20,6%	44,2%
TOPIX - Japonia	JPY	2,8%	11,0%	15,8%	26,2%	20,7%	16,6%
MSCI China	HKD	2,8%	11,2%	24,2%	26,7%	21,5%	82,6%
Hang Seng - Hongkong	HKD	3,4%	16,1%	11,5%	-3,4%	-9,0%	24,3%
Kospi - Korea Płd.	KRW	10,9%	23,4%	36,3%	30,8%	16,5%	46,5%
SENSEX - Indie	INR	8,2%	25,4%	36,8%	15,8%	40,2%	82,8%
XU100 - Turcja	TRY	15,0%	28,9%	26,7%	29,1%	28,0%	105,9%
RTS- Rosja	USD	8,2%	17,7%	14,4%	-10,4%	20,2%	83,3%
BOVESPA - Brazylia	BRL	9,3%	25,8%	25,2%	2,9%	55,8%	174,5%
WIG	PLN	8,3%	15,4%	15,0%	-1,4%	-10,5%	22,7%
<b>AKCJE - segmenty</b>	<b>Waluta</b>	<b>Grudzień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI ACWI Small Cap	USD	7,3%	23,4%	32,6%	14,6%	18,3%	58,5%
MSCI ACWI Large Cap	USD	4,4%	13,6%	22,4%	14,5%	27,3%	63,3%
WIG20	PLN	8,4%	15,8%	12,8%	-7,7%	-19,4%	6,7%
WIG20 total return	PLN	8,4%	16,0%	13,3%	-7,2%	-14,5%	19,0%
mWIG40	PLN	6,6%	11,6%	14,6%	1,7%	-18,0%	11,5%
sWIG80	PLN	8,3%	13,2%	20,0%	33,6%	10,3%	21,8%
<b>AKCJE - sektory</b>	<b>Waluta</b>	<b>Grudzień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Healthcare	USD	3,0%	6,6%	11,3%	11,9%	37,3%	48,6%
MSCI World Energy	USD	3,6%	25,5%	4,3%	-34,4%	-42,2%	-27,6%
MSCI World Financials	USD	5,1%	23,5%	25,0%	-5,0%	-6,2%	23,1%
MSCI World Metals&Mining	USD	10,9%	18,1%	27,0%	20,6%	15,1%	129,4%
MSCI World Industrials	USD	2,4%	15,1%	28,1%	10,1%	16,3%	58,6%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	5,4%	16,0%	34,3%	35,4%	57,4%	94,6%
MSCI World Consumer Staples	USD	2,3%	5,8%	13,2%	5,4%	11,3%	27,0%
MSCI World IT	USD	5,7%	12,7%	25,8%	42,7%	101,0%	203,0%
Nasdaq	USD	5,7%	15,4%	28,1%	43,6%	86,7%	157,4%
Nasdaq100	USD	5,1%	12,9%	26,9%	47,6%	101,5%	180,6%
Eurostoxx Banks	EUR	-0,1%	35,4%	17,4%	-23,7%	-43,5%	-42,3%
WIG-Games	PLN	-10,7%	-13,8%	-6,7%	53,9%		
WIG-Energia	PLN	16,6%	9,8%	4,2%	4,0%	-31,8%	-30,3%
WIG-Banki	PLN	8,6%	28,8%	14,6%	-29,6%	-43,8%	-21,7%
<b>AKCJE - style inwestycyjne</b>	<b>Waluta</b>	<b>Grudzień</b>	<b>3 mies.</b>	<b>6 mies.</b>	<b>Rok</b>	<b>3 lata</b>	<b>5 lat</b>
MSCI World Growth	USD	4,9%	12,4%	25,3%	32,7%	61,7%	107,3%
MSCI World Value	USD	3,4%	15,2%	18,9%	-3,6%	-0,9%	23,7%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 31 grudnia 2020 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM - rynki rozwinięte, JPM EMCI - indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG - rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny



<b>SUROWCE</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	8,0%	19,2%	22,2%	-14,0%	-10,9%	-9,9%
Miedź	USD	2,9%	16,0%	29,7%	25,8%	6,6%	64,8%
Aluminium	USD	-3,1%	14,1%	23,2%	10,8%	-12,5%	31,6%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	10,4%	21,4%	35,8%	16,5%	5,7%	-4,0%
Rudy żelaza	USD	25,1%	25,7%	51,4%	70,3%	118,6%	
Węgiel koksujący	CNY	16,3%	35,9%	49,3%			
Złoto	USD	6,8%	0,7%	6,6%	25,1%	45,7%	78,9%
Srebro	USD	16,6%	13,6%	45,0%	47,9%	55,9%	90,7%
CRB Commodity Index	USD	4,8%	13,0%	21,6%	-9,7%	-13,4%	-4,7%
<b>OBLIGACJE</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	1,5%	3,2%	6,1%	9,5%	15,2%	25,6%
USD Korporacyjne IG	USD	0,4%	3,0%	4,6%	9,9%	22,7%	38,6%
EUR Korporacyjne IG	EUR	0,2%	2,0%	4,0%	2,8%	7,8%	15,6%
USD Korporacyjne HY	USD	1,9%	6,5%	11,3%	7,1%	19,9%	51,0%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,8%	5,3%	8,1%	1,8%	10,2%	24,6%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	2,4%	7,1%	9,0%	5,3%	11,4%	34,8%
EM skarbowe w USD	USD	1,7%	5,0%	7,3%	5,2%	14,2%	36,5%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	0,0%	0,7%	1,3%	6,6%	16,6%	22,9%
<b>POZOSTAŁE</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	2,4%	4,2%	8,7%	8,9%	1,8%	12,5%
EUR/PLN	PLN	1,8%	0,7%	2,6%	7,2%	9,2%	7,0%
CHF/PLN	PLN	2,1%	0,6%	1,0%	7,6%	18,2%	7,8%
USD/PLN	PLN	-0,6%	-3,4%	-5,7%	-1,6%	7,2%	-4,8%
USD/JPY	USD	1,0%	2,1%	4,5%	5,1%	9,1%	16,4%
Bloomberg USD Index	USD	-2,1%	-4,8%	-8,2%	-5,4%	-3,4%	-9,1%
MSCI EM Currency Index	USD	1,6%	5,3%	8,2%	3,3%	2,5%	18,1%
JP Morgan EM Currency Index	USD	2,8%	6,7%	6,8%	-5,8%	-16,9%	-11,7%
Europe REITS	EUR	2,4%	20,8%	11,7%	-29,4%	-28,5%	
US REIT's	USD	2,7%	10,5%	11,3%	-11,1%	-1,8%	3,2%
<b>USA - FAAMNG + T</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	11,5%	14,6%	45,5%	80,7%	213,6%	404,2%
Amazon	USD	2,8%	3,4%	18,1%	76,3%	178,5%	381,9%
Alphabet (Google)	USD	-0,1%	19,6%	23,6%	30,9%	66,4%	125,3%
Microsoft	USD	3,9%	5,7%	9,3%	41,0%	160,0%	300,9%
Facebook	USD	-1,4%	4,3%	20,3%	33,1%	54,8%	161,0%
Netflix	USD	10,2%	8,1%	18,8%	67,1%	181,7%	372,7%
Tesla	USD	24,3%	64,5%	226,8%	743,4%	1033,2%	1370,1%
<b>Europa - GRANOLAS</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	-2,0%	-7,6%	-18,0%	-24,6%	1,5%	-2,3%
Roche	CHF	3,3%	-2,0%	-5,9%	-1,6%	25,4%	11,8%
ASML	EUR	9,3%	26,3%	21,6%	50,8%	173,9%	381,6%
Nestle	CHF	3,0%	-4,6%	-0,5%	-0,5%	24,4%	39,9%
Novartis	CHF	1,7%	4,7%	1,5%	-9,0%	14,8%	9,0%
Novo Nordisk	DKK	1,7%	-2,9%	-0,6%	10,3%	27,5%	6,7%
L'Oreal	EUR	1,3%	12,0%	8,8%	17,7%	68,0%	100,1%
LVMH	EUR	5,8%	27,9%	30,8%	23,3%	108,2%	252,6%
Astrazeneca	GBP	-6,2%	-13,4%	-13,0%	-3,7%	43,0%	58,6%
SAP	EUR	5,4%	-19,1%	-14,0%	-10,9%	14,7%	46,1%
Sanofi	EUR	-7,1%	-7,8%	-13,2%	-12,2%	9,5%	0,1%
<b>Chiny - BAT</b>	Waluta	Grudzień	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	55,6%	70,8%	80,4%	71,1%	-7,7%	14,4%
Tencent Holding	HKD	0,2%	10,3%	13,1%	50,2%	38,9%	269,9%
Alibaba	USD	-11,6%	-20,8%	7,9%	9,7%	35,0%	186,4%

\* 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 jedynego 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.