



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

SPADAJĄCY IMPET RYNKÓW AKCJI



AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych
Luty 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

Adam Warchoń

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Rafał Komar

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Doradca Inwestycyjny

Adam Dudoń

Ekspert ds. Analiz

Doradca Inwestycyjny

Bartłomiej Zalewski

Menedżer ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Damian Marciniak

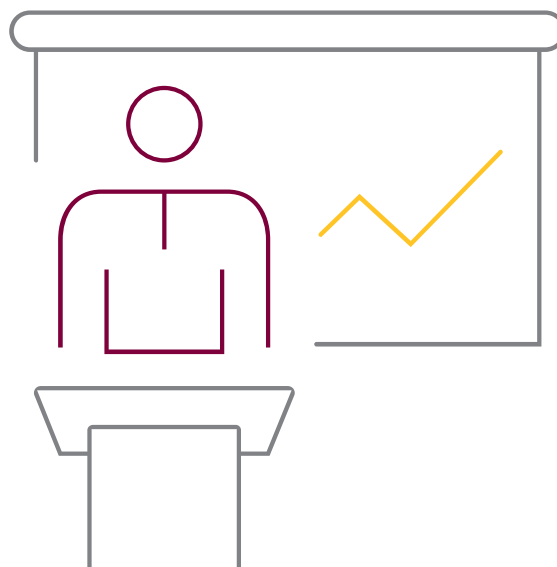
Menedżer ds. Inwestycyjnych

Makler Papierów Wartościowych

Marek Libner

Menedżer ds. Inwestycyjnych

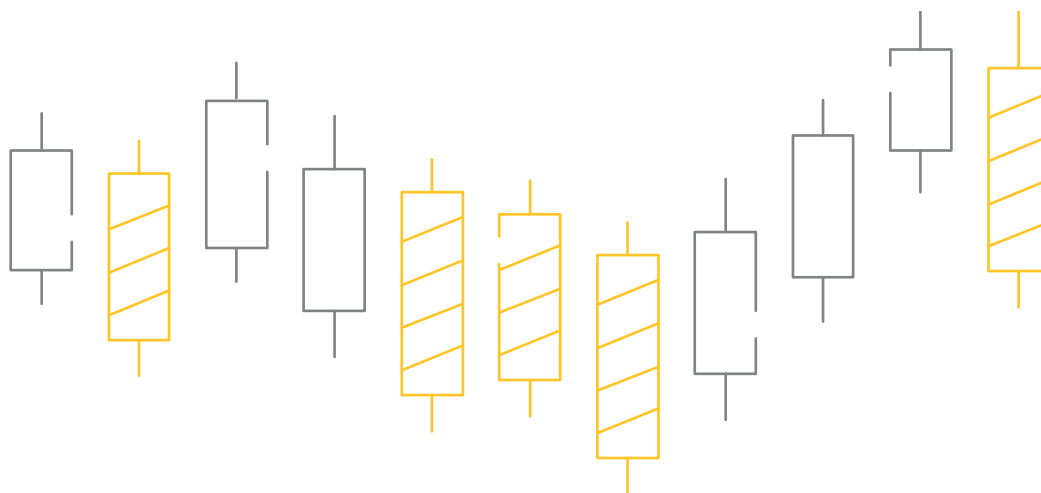
Doradca Inwestycyjny



5 lutego 2021 r.

Spis treści

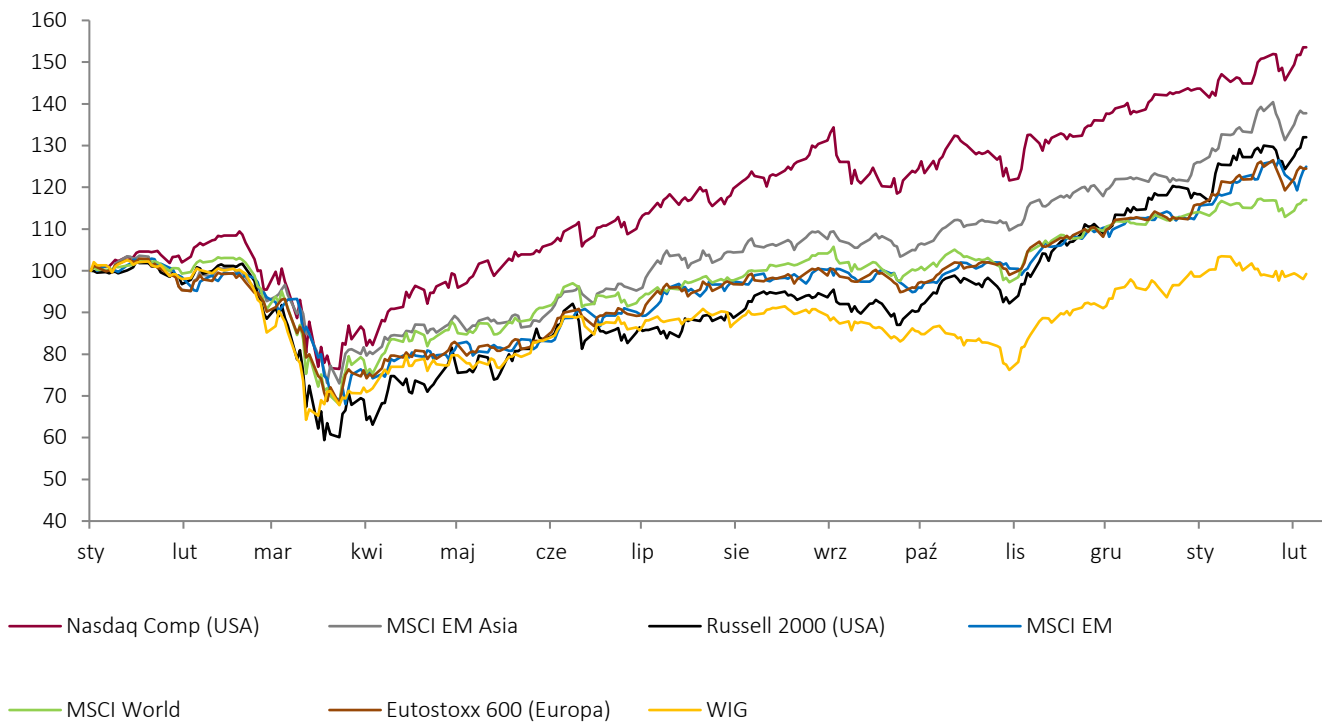
Wstęp	4
Opis sytuacji gospodarczej	5
Akcje	7
Rynki rozwinięte – USA	7
Europa	8
Japonia	9
Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM)	9
Polska	10
Obligacje	11
Zagraniczne korporacyjne IG.....	12
Zagraniczne korporacyjne HY.....	12
Surowce	13
Ropa	13
Złoto	14
Metale przemysłowe.....	15
Towary rolne.....	15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



Wstęp

- Po bardzo dobrym początku roku, w końcówce stycznia globalny rynek akcji doznał lekkiej „zadyszki”, kończąc miesiąc minimalną korektą (spadek indeksu MSCI All-Countries o 0,5%). Widoczna była istotna różnica pomiędzy giełdami rynków rozwiniętych (-1,1%), a rynków wschodzących (+4,2%). Na znacznie lepszy wynik tych drugich złożyło się w dużej mierze znakomite zachowanie akcji azjatyckich (MSCI EM Asia +4,2%), w szczególności chińskich (MSCI China +7,4%), na co wpływ miało z kolei znakomite zachowanie największych, bo stanowiących po ok. 15% w indeksie 2 spółek: Tencent i Alibaby. Kapitalizacja tej pierwszej zbliżyła się już do 1 bln (tysiąca miliardów) USD i ustępuje na świecie jedynie technologicznym gigantom z USA spod akronimu FAAMG (Facebook, Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet czyli Google).
- Pierwszy tydzień lutego jest już jednak z powrotem bardzo udany na rynkach akcji. Indeksy amerykańskie w czwartek w zasadzie były już na rekordach a relatywną siłę względem pozostałych sektorów odzyskały amerykańskie spółki technologiczne. Przechyliła to wyższą stopę zwrotu z powrotem na rzecz spółek zaliczanych do segmentu growth nad value. Jedynie w listopadzie czyli w miesiącu opublikowania danych o szczepionkach Pfizera i Moderna, spółki value zdołały wyłamać się od dominującej w ostatnich 15 latach tendencji lepszego zachowania growth odrabiając kilka pkt. proc. relatywnej słabości, gdzie grudzień i styczeń były blisko „remisu”.
- Na rynku obligacji dalsze zawężanie się spreadów obligacji high-yield (HY). Benchmarki zarówno dla europejskich, jak i amerykańskich emitentów zyskały i to pomimo korekty amerykańskich obligacji skarbowych (wzrost rentowności 10-latek z 0,92 do 1,15%) i skorelowanych z nimi, zwłaszcza ze względu na wysokie średnie *duration*, benchmarków obligacji korporacyjnych o wyższym standingu finansowym (IG- investment grade).
- Wysokie prawdopodobieństwo utrzymania zarówno w Polsce, jak i Europie czy USA, zerowych stóp procentowych jeszcze przez co najmniej dwa lata. Wzrost oszczędności, zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw na poziomie zagregowanym w wyniku „poblokowania” gospodarek, szczególnie w sektorach przemysłu, czasu wolnego, a jednocześnie mniejszych lub większych w zależności od kraju transferów „osłonowych”. Impuls inflacyjny nie znajduje ujścia na rynkach dóbr i usług, ale ze względu na płynność, niskie koszty transakcyjne i łatwość zawierania transakcji - na rynku aktywów, ze szczególnym uwzględnieniem aktywów finansowych. Obserwujemy też cały czas trend wzrostu zainteresowania giełdą wśród inwestorów indywidualnych, objawiający się wzrostem rachunków brokerskich. Biorąc pod uwagę powyższe, a jednocześnie cały czas niskie rentowności na większości rynków obligacji, czy też mniejszą atrakcyjność inwestowania w nieruchomości dla inwestorów długoterminowych nadal dla akcji nie ma wielu alternatyw.
- Na wyższe aniżeli neutralne (zero w skali od -2 do +2) nastawienie do akcji ogółem nie pozwalają nam jednak rekordowo wysokie wyceny akcji na większości rynków, zarówno względem bieżących, jak i prognozowanych (notabene niezwykle optymistycznie co samo w sobie może być ryzykiem) wyników finansowych oraz ryzyko scenariusza być może znacznie dłuższej i powolniejszej odbudowy gospodarczej, w obliczu utrzymywania się pandemii i przyjmowania przez zdecydowaną większość rządów krajów zachodnich politykę *lockdown*-ów (akurat w Polsce mamy od 1 lutego pewne „poluzowania” i zapowiedź kolejnych od 12.02).
- Należy pamiętać, że tylko odpowiedni bufor gotówki daje możliwość skorzystania z nadarzających się szans na rynkach akcji w sytuacji korekt, a na obniżenie ryzyka portfela, bez kompromisu w postaci niższej oczekiwanej stopy zwrotu, wpływa szeroka dywersyfikacja, w tym z wykorzystaniem rynków zagranicznych (zo).

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



Źródło: Bloomberg, BM Alior Banku

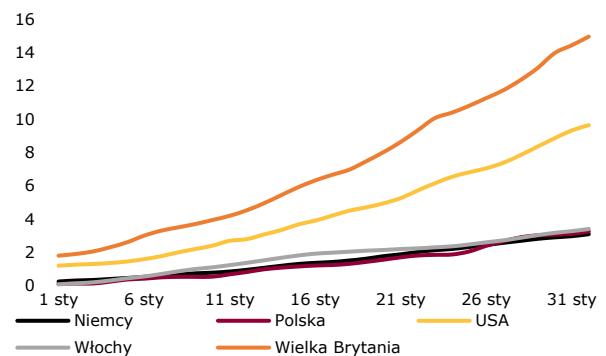
Opis sytuacji gospodarczej

Tempo szczepień jest obecnie jednym z czynników, który może istotnie ważyć na szybkości odbicia gospodarczego po pandemicznej zapaści w 2020. UE natomiast zaczyna w tym względzie wyraźnie odstawać od np. USA i Wielkiej Brytanii. Na koniec stycznia w krajach takich jak Włochy czy Niemcy rozdysponowano niewiele ponad 3 dawki szczepionki na 100 mieszkańców. W USA ta miara zbliżała się do 10, a w Wielkiej Brytanii do 15.

Szefowa Komisji Europejskiej, Ursula von der Leyen, twierdzi jednak, iż do końca lata br. ok. 70% dorosłych obywateli UE powinna zostać zaszczepiona. Pozostałe elementy niepewności dotyczące perspektyw szczepień w naszej opinii bilansują się. Od negatywnej strony można wymienić przede wszystkim możliwość pojawienia się kolejnych mutacji, które znacznie obniżą skuteczność szczepień. Od pozytywnej natomiast szanse na znaczne zwiększenie mocy produkcyjnych poprzez włączenie się w proces przygotowania preparatu

koncernów farmaceutycznych, które nie mają swojej szczepionki. Taką chęć wyrażał m.in. szwajcarski Novartis.

Tempo szczepień w wybranych krajach (dawek/100 mieszkańców, narastająco)



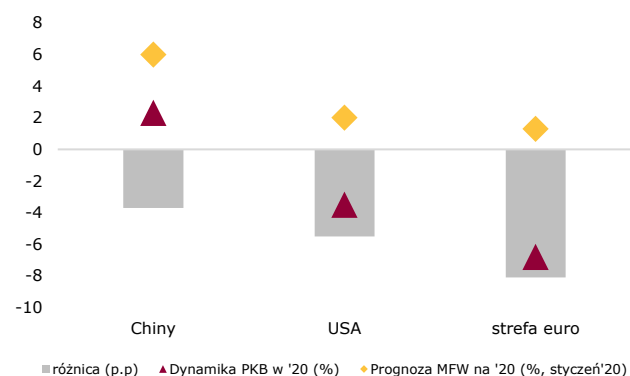
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

W ostatnim czasie spłynęły pierwsze szacunki PKB za IV kw. 2020 r. Te były nieznacznie lepsze od oczekiwań dla

strefy euro (-5,1% r/r vs. konsensus -5,3% r/r) i Chin (6,5% r/r vs. 6,1% r/r). PKB USA skurczyło się natomiast zgodnie z oczekiwaniami o 2,5% r/r. W ujęciu kwartał do kwartału ekspansja gospodarcza trwała w USA (+1%) i Chinach (+2,6%), w strefie euro natomiast regres (-0,7% PKB).

Podsumowanie całego roku 2020 pod kątem dynamiki PKB na podstawie szacunków lub też już opublikowanych danych wypada najlepiej dla Chin (+2,3% r/r), gorzej dla USA (-3,5% r/r) i najgłębiej dla strefy euro (-6,8% r/r). Jeśli porównać te dynamiki w do ostatnich przed-kryzysowych prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego ze stycznia ubiegłego roku, to widać, iż pandemia w samym 2020 kosztowała Chiny 3,7 pp. PKB, USA 5,5 pp., a strefę euro 8,1 pp.

Dynamika PKB największych obszarów gosp. w '20 vs. prognozy MFW



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

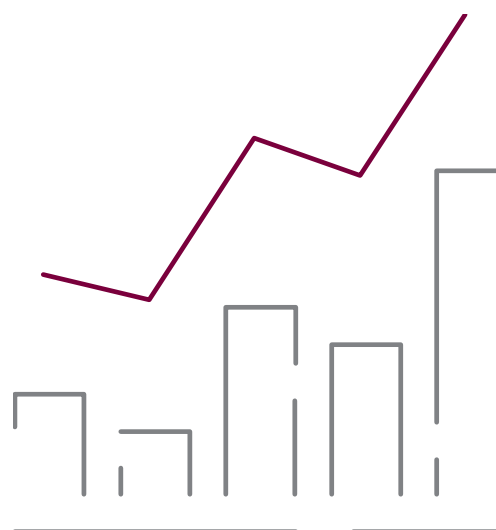
Z najbardziej interesujących danych bieżących warto zwrócić na silne odbicie inflacji w strefie euro w styczniu. Wg wstępnych szacunków – podstawowy wskaźnik inflacji zharmonizowanej (HICP) wzrósł do 0,9% r/r z minus 0,3% r/r w grudniu. Jest to efekt m.in. silniejszego wzrostu cen w Niemczech po cofnięciu obniżek VAT wprowadzonych od połowy ubiegłego roku (w celu stymulacji gospodarki). Niemniej odbicie jest znacznie silniejsze od oczekiwań uwzględniających jednorazowe czynniki i fakt ten będzie stanowił wyzwanie

komunikacyjne dla Europejskiego Banku Centralnego w związku z odczytami wyższymi od prognoz, ale nie zmieni on aktualnego nastawienia w polityce pieniężnej, gdyż inflacja utrzyma się poniżej celu 2%. Na krajowym podwórku również pojawiły się wstępne szacunki PKB za 2020 r. GUS pod koniec stycznia podał, iż PKB skurczył się realnie w ub. roku o 2,8% r/r, przy konsumpcji prywatnej słabszej o 3% r/r i inwestycjach o 8,4% r/r.

Na podstawie dotychczas opublikowanych danych wysokiej częstotliwości szacunki własne Alior Banku zakładają spadek PKB w IV kw. o 3% r/r, w podobnym tempie konsumpcji prywatnej, a inwestycji - o 10,7% r/r. Więcej szczegółów poznamy w połowie lutego.

Wymowa danych jest umiarkowanie pozytywna i wskazuje na lepszą adaptację gospodarki do sytuacji epidemicznej w okresie jesienno-zimowym niż tego oczekiwano jeszcze w listopadzie, kiedy to np. NBP prognozował spadek PKB w IV kw. na poziomie 6,5% r/r, a konsensus rynkowy plasował się w okolicy minus 4% r/r.

Aktualne własne prognozy Alior Banku tegorocznego wzrostu PKB to +4,2% (podwyższone względem listopadowej projekcji z +3,8%). Inflacja powinna wynieść 2,5% r/r, a stopy procentowe NBP w 2021 roku nie ulegną zmianie. Prawdopodobieństwo podwyżek jest znikome. Wnioskując z ostatnich wypowiedzi prezesa NBP i niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej (RPP) nieco większe jest ryzyko obniżek (stopa referencyjna z 0,1% do 0%), ale zakładamy, iż się nie zmaterializuje. (js)



Akcje

Rynki rozwinięte – USA

Styczeń przyniósł niewielkie obsunięcie kursów na głównych rynkach zachodnich. Indeks MSCI World spadł raptem o 1%, więc w relacji do poprzedzającej zwyżki w okresie listopad-grudzień, kiedy to indeks zyskał blisko 16%, jest to bardzo płytka korekta. Spadkom poddawały się zarówno spółki o ponadprzeciętnym długoterminowym wzroście przychodów i zysków („growth”), jak również te o niższym, ale stabilniejszym tempie wzrostu i bezpiecznej pozycji finansowej („value”). Bardzo osobliwym zjawiskiem były natomiast wybrane podmioty w grupie średnich spółek skupionych przy indeksie Russell2000 notujących w styczniu kilkusetprocentowe zyski, a przekładające się na imponującą ponad 5% zwyżkę samego indeksu. Znakiem przewodnim tych spółek była zsynchronizowana akcja drobnych inwestorów mająca na celu doprowadzić do zamknięcia ze stratą pozycji tzw. krótkiej sprzedaży na akcjach spółki zajętej przez fundusze hedge (fundusze o bardzo elastycznej polityce inwestycyjnej, wykorzystującej bardzo szerokie spektrum instrumentów finansowych). Krótka sprzedaż jest formą transakcji polegającą na pożyczaniu akcji od stabilnych akcjonariuszy (w tym innych funduszy), natychmiastowej sprzedaży i oczekiwaniu, że akcje spadną i będzie można je odkupić taniej i oddać pożyczkodawcy. Akcja mniejszych inwestorów polegała na wyszukaniu spółek, gdzie udział krótkiej sprzedaży był największy w stosunku do akcji będących w obrocie lub akcji ogółem, a następnie masowego kupna, które windując ceny w górę zmuszało wystawców krótkiej sprzedaży do odkupowania ich po wyższych cenach, co jednocześnie dodatkowo napędzało popyt i w konsekwencji przynosiło potężne straty dla tych funduszy.

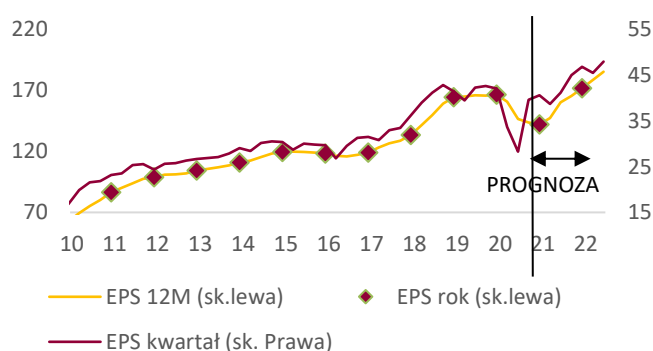
Średnioterminowe nastroje głównych rynków rozwiniętych są nieustannie podbijane aktywną polityką

fiskalną i pieniężną. Rosnące aktywa banków centralnych wskazują na wpuszczanie w obieg gospodarczy znaczących sum pieniędzy. Jednocześnie ta suma będzie nadal dynamicznie rosła wraz z uruchamianiem kolejnych pakietów fiskalnych istotnie zwiększając zadłużenie poszczególnych krajów. W USA obecnie jest na ścieżce decyzyjnej pakiet pomocowy o wartości ok. 1,9 bln USD. Aktywa FED w stosunku do amerykańskiego PKB stanowią ok. 35%, dla porównania jeszcze przed rokiem było to poniżej 20%. Jednocześnie zadłużenie państwa do PKB oscyluje obecnie blisko poziomu 130% względem poniżej 110% przed rokiem. Uruchomienie wspomnianego pakietu pomocowego jeszcze zwiększy te współczynniki. W odniesieniu do wysokich wycen spółek, których podstawowe wskaźniki jak P/E (cena do zysku na jedną akcję) zarówno bieżące, jak i prognozowane, są na kilkudziesięcioletnich szczytach, wciąż są przytaczane prognozy bardzo mocnego wzrostu wyników spółek, zwłaszcza w 2021 r. I z pewnością poprawa wyników powinna być imponująca, biorąc pod uwagę bardzo optymistyczne szacunki tegorocznego wzrostu PKB, jak również wykazywane wysokie tempo przyrostu wyników przez największe amerykańskie spółki. Tyle, że w okresie ostatnich miesięcy tempo wzrostu cen akcji znacząco wyprzedza nawet bardzo śmiało prognozy dotyczące wyników spółek i należy liczyć się z faktem, że w którymś momencie rozjazd w obu dynamikach może się odwrócić. Kiedy to nastąpi to trudno powiedzieć i póki co, mocne stymulusy pieniężne i fiskalne znajdują w dużej części ujście w rynkach finansowych, zwiększając popyt na aktywa kapitałowe, a zerowe stopy procentowe nie pozostawiają wielu rozwiązań dla lokowania nadwyżki oszczędności.

Publikowane w pierwszym tygodniu lutego wyniki amerykańskich spółek za IV kw. świadczą na poziomie skumulowanym o dużej odporności na zawirowania

pandemiczne. W szczególności giganci technologiczni spod akronimu FAAMG (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Alphabet) kończą cały rok 2020 z dwucyfrowymi wzrostami przychodów ze sprzedaży oraz zysków. Wyodrębniając tutaj IV kw., ogółem dla spółek indeksu S&P500 jest spodziewany spadek zagregowanego zysku na akcję (EPS) o ok. 3,5%, przy czym te szacunki w miarę pojawiania się kolejnych publikacji będą się zmieniać. Konsensusy na bieżący i kolejne kwartały zakładają mocne dwucyfrowe wzrosty, zwłaszcza II kw., w którym będzie niska baza porównawcza (II kw. 2020 r. – zmasowane ograniczenia aktywności gospodarczej). Ogółem całoroczne wyniki w 2021 r. mają wzrosnąć o ponad 25%, szacunki niektórych banków inwestycyjnych mówią nawet o ponad 30%. Oczywiście w kolejnych latach ta dynamika będzie wyraźnie mniejsza. Jednak nawet dla tak optymistycznych prognoz zysk na akcję (narastająco za 12 miesięcy) indeksu S&P500 dopiero pod koniec roku osiągnie poziom sprzed pandemii, podczas gdy sam indeks już w III kw. 2020 osiągnął nowe historyczne maksimum, i z wyjątkiem lokalnych czasem gwałtownych korekt wciąż atakuje nowe szczyty. W tej sytuacji nie sposób więc uciec od tezy, że to jednak zasilenie rynków finansowych „świeżym dodrukiem” wraz z przepływami ze strony oferujących bardzo niskie rentowności obligacji rządowych kreują w większej mierze pozytywny sentyment, niż prognozy wyników finansowych spółek.

historyczny i prognozowany skumulowany dla spółek z indeksu S&P500 zysk na akcję (EPS): kwartalnie, narastająco za 12 miesięcy i na koniec roku.



Źródło: Bloomberg

Jako że proaktywna polityka pieniężna i fiskalna będzie nadal prowadzona, przynajmniej w perspektywie najbliższych kwartałów, to również rynek akcji powinien na tym zyskiwać. Jednak utrzymujące się wysokie wyceny

(wskaźniki P/E) wraz z ryzykiem pojawienia się kolejnej odłony pandemicznej nakazują ostrożność wyrażoną w umiarkowanie negatywnym nastawieniu do amerykańskich akcji. (mb)

Europa

Styczeń okazał się miesiącem spadkowym dla głównych europejskich indeksów. Obawy dotyczące potencjalnych szkód ekonomicznych spowodowanych przez nowy szczep koronawirusa w Europie i opóźnienia w dystrybucji szczepionek pogorszyły nastroje w ciągu ostatnich kilku dni. DAX 30 i CAC 40 spadły w styczniu odpowiednio o 2,1% i 2,7%, a Stoxx Europe 600 zakończył miesiąc niżej o 0,8%.

Inwestorzy zaczęli wyceniać potencjalny powrót do normalności po pierwszych pozytywnych informacjach o wynalezionych szczepionkach, ale ponowne wprowadzenie ograniczeń w działalności gospodarczej oraz w zakresie przemieszczania się ludności w Europie osłabiły nieco ten entuzjizm.

Po pierwszych trzech kwartałach 2020 roku, w których akcje europejskie pozostawały w tyle za silnym wzrostem indeksu amerykańskiego S&P500 wydaje się, że optymizm w stosunku do szczepionek i hojne plany stymulacyjne mające na celu ożywienie głównych gospodarek pomogły europejskim akcjom osiągnąć od listopada nieco lepsze wyniki w porównaniu z akcjami w Stanach Zjednoczonych.

Wyceny akcji europejskich jako całość pozostają na poziomach powyżej swoich historycznych średnich, natomiast są niższe w porównaniu z wycenami w Stanach Zjednoczonych mierząc takimi wskaźnikami jak CAPE (15,8 vs 29,8), P/BV (1,6 vs 3,8) czy stopa dywidendy (2,6% vs 1,6%).

Rotacja w kierunku spółek typu *value* na rynkach europejskich zapoczątkowana w listopadzie ubiegłego roku (MSCI Europe Value +17,40% vs MSCI Europe Growth +10% - stopy zwrotu od listopada) w styczniu nie była kontynuowana. Za scenariuszem zmiany nastawienia w kierunku spółek typu *value* mogą przemawiać m.in. przywrócenie konsumpcji przy wysokich wskaźnikach oszczędności konsumentów, wspierająca polityka monetarna i fiskalna (QE, pakiety przeciwCOVIDowe, Europejski Zielony Ład), wyższe ceny surowców, pozytywne rewizje zysków spółek oraz co chyba

najważniejsze ekstremalne dyskonto między wycenami spółek *value vs. growth*. Zagrożeniem dla takiego scenariusza w krótkim terminie mogą okazać się nowe szczepy wirusa. W dłuższej perspektywie problemy strukturalne gospodarek europejskich tj. niska inflacja, niski wzrost produktywności, spadek liczby ludności w wieku produkcyjnym czy wzrost zadłużenia rządowego - pozostają aktualne.

Polityka pieniężna strefy euro w styczniu pozostała bez zmian. Zgodnie z oczekiwaniami Europejski Bank Centralny utrzymał stopy procentowe na dotychczasowych poziomach. Rada Prezesów EBC będzie kontynuować skup aktywów w ramach PEEP (Pandemic Emergency Purchase Programme) na poziomie 1,85 bln euro co najmniej do końca marca 2022 roku, a w każdym razie, dopóki nie uzna, że kryzysowa faza pandemii koronawirusa dobiegła końca. Nadal będą prowadzone zakupy netto w ramach programu skupu aktywów (APP-Asset Purchase Programme) na kwotę 20 mld euro miesięcznie i reinwestowane w całości spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu APP jeszcze przez dłuższy czas po tym, jak EBC zacznie podnosić podstawowe stopy procentowe. Operacje te w dalszym ciągu są dla banków atrakcyjnym źródłem finansowania, wspierają akcję kredytową i zapewniają europejskim przedsiębiorstwom dostęp do niskiego kosztu finansowania. Kolejne posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego zaplanowano na 11 marca 2021 roku. (aw)

Japonia

Główny indeks Kraju Kwitnącej Wiśni - Nikkei po wzrostach na początku roku, konsoliduje się w okolicach poziomów najwyższych od ponad 31 lat, tj. blisko 29 tys. pkt. W pierwszym tygodniu stycznia wystąpił gwałtowny skok dynamiki nowych zachorowań na COVID-19, który miał swoją kulminację 8 stycznia nowym dziennym rekordem zachorowań 7863 przypadków. Tego dnia Liczba nowych zakażeń w Tokio po raz pierwszy od początku kryzysu przekroczyła 2000 osób.

Konsekwencją tych wydarzeń jest wprowadzenie stanu wyjątkowego w 10 prefekturach, w tym Osaka, Aichi i Fukuoka na okres miesiąca, który został 2 lutego przedłużony do 7 marca. Co prawda w drugiej połowie miesiąca liczba przypadków zakażenia koronawirusem

systematycznie spada, ale szpitale pozostawały wciąż obciążone, a liczba zgonów osób zakażonych utrzymywała się na podwyższonym poziomie.

Pomimo nawrotu pandemii (statystyki zachorowalności i zgonów przeliczeniu na liczbę mieszkańców są znacznie niższe niż innych krajów rozwiniętych). Premier Suga i jego rząd pozostają zdeterminowani, aby zorganizować przełożone letnie igrzyska olimpijskie, obecnie zaplanowane na lipiec-sierpień bieżącego roku.

Ponownie bez zmian natomiast w polityce pieniężnej. Zgodnie z oczekiwaniami, na styczniowym posiedzeniu Bank Japonii pozostawił główną stopę procentową na poziomie minus 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. Kolejne posiedzenie Japońskiego Banku Centralnego zaplanowano na 19 marca 2021 r. i będzie ono baczniej obserwowane przez rynki od kilku poprzednich, gdyż na nim Bank zamierza opublikować wyniki przeglądu swojej polityki.

Cechą charakterystyczną dla Japonii jest, iż tamtejszy bank centralny skupuje akcje, obligacje i jednostki funduszy ETF na masową skalę, by wspomóc notowania tych aktywów. Udział kapitału Banku Japonii w jednostkach ETF notowanych na giełdzie w Tokio osiągnął abstrakcyjnie wysoki poziom – blisko 80% na koniec 2020 r. (rk)

Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM)

Indeks MSCI Emerging Markets kontynuował wzrosty w styczniu i tym samym pokonał historyczny szczyt wyznaczony w 2007 roku. Co prawda ostatnie dni minionego miesiąca zaakcentowały się korektą, która jednak bardzo szybko została nadrobiona w pierwszych dniach lutego, a więc trend wzrostowy został utrzymany. Wśród azjatyckich indeksów dominowały te z Hongkongu (Hang Seng +5,2%) i z Korei (KOSPI +3,8%). Za niemal połowę wzrostu pierwszego z wymienionych indeksów odpowiadały walory spółki Tencent, która posiada ok. 10%-owy udział w indeksie, a w ostatnim miesiącu zyskała przeszło 20% i znalazła się na najwyższych poziomach w historii.

Kapitalizacja chińskiego giganta sięga już 1 bln USD i przewyższa wartość rynkową Alibaby, Facebooka czy Tesli.

Tencent jest chińską korporacją technologiczną i światowym liderem segmentu gier, a największym tytułem spółki jest „Honor of Kings” – dzienna liczba graczy przekracza 100 mln użytkowników. Poza tym korporacja posiada swoje udziały w innych studiach odpowiedzialnych za światowe bestsellery takie jak: „League of Legends” czy „Valorant” (Riot Games), „Fortnite” (Epic Games) czy seria „Assassin’s Creed” Ubisoftu. Poza grami spółka znana jest z komunikatorów społecznościowych i aplikacji takich jak QQ i Wechat – najpopularniejsza chińska aplikacja posiadająca niemal miliard aktywnych uczestników miesięcznie. Oprócz tego spółka odpowiada za jedną z najbardziej popularnych chińskich aplikacji, obok Alipay, umożliwiającą płatności-WeChat Pay. Tencent nie zwalnia tempa, w samym 2020 roku zainwestował w przeszło 30 studiów i wydawców, a więc trzykrotnie więcej niż w poprzednim roku. Spółka zyskuje szczególnie mocno w wyniku pandemii, która poniekąd zmusiła społeczeństwo do większego korzystania z aplikacji i rozrywek dostarczanych przez technologicznego lidera. Być może trwałą zmianę nawyków odzwierciedlają świetne wyniki za III kw. 2020 r. w którym przychody wyniosły 19 mld USD i wzrosły o około 30% r/r.

Pomimo solidnych wzrostów spółek z rynków wschodzących relatywna różnica pomiędzy ich wycenami, a odpowiednikami z rynków rozwiniętych wciąż stawia je w pozytywnym świetle. Dodatkowo wraz z planowanym odbiciem gospodarczym kapitał może przepływać w kierunku cyklicznych aktywów, czego przykład widzieliśmy już w listopadzie. Migracja kapitału w kierunku rynków wschodzących, spółek cyklicznych i bardziej ryzykownych aktywów wydaje się być wysoce prawdopodobnym scenariuszem, jeżeli uda się skutecznie opanować pandemię koronawirusa w najbliższych miesiącach. O ile w mediach sporo mówiło się o sukcesie chińskiego podejścia do walki z pandemią wśród największych gospodarek, a co za tym idzie o dodatnim PKB w 2020 r., to na uwagę zasługują także osiągnięcia Tajwanu – 3.-ego największego kraju, jeśli chodzi o udział w indeksie MSCI EM.

PKB Tajwanu wzrósł o niemal 5% w IV kw. 2020 roku – co stanowi najlepszy wynik dla tej gospodarki od dekady. Rzeczywisty odczyt znacząco przekroczył konsensus analityków, który zakładał wzrost o 3,6%. Tajwańską gospodarkę w II połowie ubiegłego roku napędzał eksport,

który w samym segmencie elektroniki wzrósł o ok. 20%. Sumarycznie PKB Tajwanu w 2020 r. zwiększył się o niemal 3% - podobnie jak w poprzednim roku.

Największa, bo stanowiąca blisko 40% indeksu giełdy w Taipei – spółka Taiwan Semiconductor Manufacturing – jest światowym liderem produkcji chipów na zamówienie, z powodzeniem wygrywając na tym polu wyścig np. z amerykańskim Intelem. W samym 2020 r. wypracowała wzrost zysku o 50 r/r. W bieżącym roku planuje przeznaczyć na inwestycje od 25 do 28 mld USD. Większość wydatków ma zostać przeznaczona na dokapitalizowanie segmentu produkcji zaawansowanych technologicznie procesorów, ze szczególnym uwzględnieniem chipów samochodowych - 3% w strukturze przychodów w ubiegłym kwartale, ale segment ten będzie rozwijany ze względu na popyt przy produkcji najbardziej zaawansowanych technologicznie samochodów. Braki części w segmencie motoryzacji sygnalizowały m.in. koncerny takie jak Volkswagen, Ford czy Toyota. (ad)

Polska

Po dwóch mocno wzrostowych miesiącach, w styczniu krajowy rynek wyhamował. Na szczęście nie było to mocne hamowanie a lekki poślizg. Wśród dużych spółek WIG20 zanotował spadek o 1,9% a indeks szerokiego rynku WIG zakończył miesiąc na tym samym poziomie co na początku. Wyniki m/m nie pokazują jak duża zmienność panowała w trakcie miesiąca, która w największym stopniu była pochodną tego co działo się na świecie, gdzie indeksy notowały mniejsze, ale równie dynamiczne i negatywne zmiany. Co ważne dalej rozpędzone są małe i średnie spółki, które zgodnie z globalnym trendem (MSCI ACWI small cap +5,6%) notują już trzeci z rzędu wzrostowy miesiąc. Najmocniej wzrósł indeks sWIG80 +6,3% a zaraz po nim indeks mWIG40 +3,3%. W przekroju branżowym na GPW najlepiej zachowywały się spółki z sektora spożywczego (WIG-Spożywczy +12,9%), co można uznać za zasługę drożących już od dłuższego czasu towarów rolnych na rynkach światowych oraz sektora motoryzacyjnego (WIG-Motoryzacja +12,4%). Zwolniły branże cykliczne takie jak Odzież, Paliwa, Energetyka.

Pomimo mniejszej dynamiki wzrostów na giełdzie, w tym miesiącu kontynuowany był trend otwierania rachunków maklerskich przez inwestorów indywidualnych: +18,7 tys.

w grudniu, ponad 84 tysiące w całym 2020 r. i w rezultacie – 1,33 mln – najwięcej od marca 2018 roku. Nowych inwestorów przyciągały m.in. wysoka zmienność i nowe debiuty (w styczniu Answear.com oraz Photon Energy).

Co świadczy o dużym wzroście zainteresowania polskim rynkiem kapitałowym, to także wartość obrotów akcjami, która w styczniu wyniosła 32,3 mld zł (wzrost o 73,2% r/r), średnia dzienna wartość obrotu akcjami 1,66 mld zł. W samym styczniu spadł natomiast odsetek osób byczo nastawionych do rynku, którzy spodziewają się w najbliższych 6 miesiącach wzrostów na giełdzie. Odczyt indeksu nastroju inwestorów SII nadal jednak wskazuje na przewagę optymistów. Najpopularniejszymi walorami (średnia liczba transakcji z 20 sesji) na parkiecie były: CD Projekt, Allegro, PKN Orlen, PKO BP, KGHM.

CD Projekt po premierze gry Cyberpunk nadal nie daje o sobie zapomnieć. W styczniu pojawiły się kolejne informacje o pozwach zbiorowych z USA, a własne dochodzenie prowadzi także UOKiK. W efekcie wiele funduszy zaczęło otwierać krótkie pozycje (grać na spadki),

co nie przeszkodziło zakończyć styczeń stopą zwrotu równą +11% (w ciągu miesiąca walory drożały nawet o blisko 50%). Po przeciwnej stronie znalazło się Allegro, z wynikiem -13%. To efekt ogłoszenia wejścia na polski rynek ich głównego konkurenta (Amazon) oraz pogłoski o współpracy chińskiego giganta Alibaba z siecią paczkomatów.

Pomimo dużej zmienności na rynku nie zmieniamy nastawienia do polskiego rynku akcji (neutralne), które jest, jednakże, wyższe aniżeli dla rynków rozwiniętych (DM). Powolne wychodzenie z pandemii połączone z odmrażaniem poszczególnych branż powinno pomagać rynkowi akcji, a sprawdzaniem efektów będzie nadchodzący sezon wyników za IV kwartał 2020. Jeśli okażą się pozytywne powinniśmy oczekiwać mocnego kwartału 2021 na polskim parkiecie. Na głównych indeksach GPW za podtrzymaniem pozytywnych tendencji przemawia też czynnik techniczny - utrzymywanie się notowań powyżej długoterminowej 200-sesyjnej średniej. (bz)

Obligacje

Do najważniejszych wydarzeń na rynku obligacji w styczniu na pewno należy zaliczyć wzrost rentowności 10-letnich benchmarkowych obligacji skarbowych USA (5 lutego już 1,15%). Choć to nadal mało w zestawieniu z inflacją i budzącymi zawroty głowy stopami zwrotu na amerykańskim rynku akcji, to jednak znacznie więcej niż jeszcze pół roku temu (nieco ponad 0,5%). Przełożyło się to na spadek zbiorczych indeksów obligacji skarbowych rynków wschodzących (w USD), jak również skorelowanym poprzez mechanizm *duration* (ryzyka stopy procentowej), największego segmentu obligacji korporacyjnych – wartego ponad 8 bln USD amerykańskich obligacji o ratingu inwestycyjnym (IG – investment grade); największy segment obligacji na świecie to oczywiście amerykańskie obligacje skarbowe, o wartości 21 bln USD, i mający się bardzo dobrze w obliczu dalszego nieskrępowanego wzrostu zadłużenia imperium amerykańskiego (aktualnie 28 bln USD).

Benchmark dla obligacji skarbowych emitentów z koszyka krajów EM w walutach lokalnych zniżył się jedynie o 0,4%,

przy korekcie w trendzie spadkowym kursu amerykańskiego dolara. Dług rynków wschodzących niezmiennie pozostaje w naszej ocenie najmniej zniekształcony działaniami czołowych banków centralnych, a więc z najbardziej atrakcyjnymi rentownościami. W szczególności zwracamy uwagę, że 10-letnie obligacje skarbowe chińskie oferują 2,1 pkt proc. wyższe oprocentowanie od obligacji USA o takim samym terminie do wykupu, czy 2,0 pkt. proc. powyżej polskich obligacji, przy nieporównywalnie innych poziomach zadłużenia i kondycji gospodarek. Benchmark dla polskich obligacji skarbowych w styczniu wzrósł o kosmetyczne 0,2 proc., ale już pierwszy tydzień lutego przyniósł jego korektę i wzrost rentowności krajowych 10-latek powyżej 1,25 proc. Na krajowym rynku pierwotnym nadal marazm w obszarze długu korporacyjnego, za to pełną parą idą emisje skarbowe, na czele z Ministerstwem Finansów, które sfinansowało już ponad 50 proc. potrzeb pożyczkowych z całego bieżącego roku oraz PFR i BGK, oferujące tzw. „koronaobligacje”, czyli obligacje z gwarancją Skarbu Państwa na cele związane z

finansowaniem „tarcz antykryzysowych”. Rentowność tychże z reguły jest o ok. 0,5 pkt. proc. wyższa aniżeli analogicznych obligacji skarbowych ze względu na mniejsze zainteresowanie ich kupnem przez banki komercyjne. (zo)

Zagraniczne korporacyjne IG

Zagraniczne benchmarki obligacji o ratingu inwestycyjnym (IG – Investment grade) w styczniu skorygowały część zwyżek z ubiegłego roku. Zniżyły jednak spready – dla EUR IG (iBoxx Euro Corporates) spadł poniżej 100 pb., a dla USD IG (iBoxx USD Corporates) zatrzymał się na poziomie 117,5 pb. Spready kredytowe powróciły tym samym do poziomów sprzed pandemii w I kw. 2020 r. Oznacza to, że premia za COVID-19 zniknęła, a powrót do zdrowia wywołany przez szczepionki jest teraz w pełni wyceniony.

Rentowności zarówno w Europie jak i w USA osiągają historyczne minima (dla Euro IG to 0,36% - iBoxx Euro Corporates, USD IG 2,5% iBoxx USD Corporates). Wśród obligacji IG na rynku Europejskim już tylko te z ratingiem BBB i zapadalnością powyżej 10 lat pozwalają osiągnąć rentowność +1%.

W wyniku dużych emisji i refinansowań jakie miały miejsce w 2020 roku przy walnym udziale banków centralnych, wskaźnik *duration* dla benchmarku IG w USD (czyli średni czas trwania obligacji) wydłużył się do historycznych 9 lat. Połączenie wąskich spreadów, niskich rentowności i długich czasów trwania sprawia, że całkowite zwroty z tej klasy aktywów stają się bardzo podane na ryzyko (m.in. stóp procentowych). Mimo takiego odbicia całego rynku nadal istnieją obszary o dużej wartości m.in. sektory, w które Covid uderzył najmocniej i w których poprawa dopiero przed nimi. (dm)

Zagraniczne korporacyjne HY

Styczeń był ciekawym miesiącem na rynku obligacji, gdyż kluczowe dla zachowania się poszczególnych klas było ryzyko stopy procentowej, a nie ryzyko emitenta, na które zazwyczaj inwestorzy zwracają większą uwagę. Benchmark dla wysokodochodowych (high-yield) emitentów amerykańskich w USD zyskał w styczniu 0,3 %, a dla europejskich o 0,6%, a działo się to przy jednoczesnych

spadkach obligacji o ratingu inwestycyjnym (IG) oraz obligacji skarbowych rynków wschodzących zarówno w USD, euro jak i walutach lokalnych. Wybór Joe Bidena na Prezydenta USA oraz zwycięstwo dwójki Demokratów w styczniowych wyborach uzupełniających Senatu w stanie Georgia, daje Demokratom większe szanse na wprowadzenie swoich programów wspierających gospodarkę, co wpłynie na dalsze zadłużenie kraju. To spowodowało wzrost kosztu zadłużenia się rządu USA i spadek cen obligacji skarbowych oraz bardziej z nimi skorelowanych obligacji o ratingu inwestycyjnym. Zmaterializowało się w tym wypadku ryzyko stopy procentowej, czyli wzrosły rynkowe stopy procentowe, a spadły ceny obligacji, najmocniej długoterminowych i stałokuponowych, które dominują w benchmarkach emitentów o ratingu inwestycyjnym (IG - investment grade). Obligacje HY mają średnio krótszy czas do wykupu i płacą wyższe kupony odsetkowe niż obligacje IG (czyli HY mają niższe „duration” niż IG, dla USD odpowiednio 3,45 do 8,64 roku), dlatego były w stanie wygenerować dodatnie stopy zwrotu mimo spadków na pozostałych obligacjach.

Z obligacjami HY wiąże się oczywiście wyższe ryzyko niewypłacalności emitenta, jednak inwestorzy zakładają, że rządy nie pozwolą na masowe bankructwa firm, gdyż zależy im na ochronie miejsc pracy. Dodatkowo banki centralne zadeklarowały interwencyjne skupy obligacji korporacyjnych (głównie IG), co dodatkowo stabilizuje rynek. Przy tak niskich stopach procentowych jak obecnie ważne, żeby przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych uwzględniać oba te ryzyka.

Po styczniowych wzrostach cen, rentowności obligacji HY obniżyły się do 4,31% (USD) i 3,38% (EUR), czyli poziomów niższych niż rok temu przed pandemią. Nieco wyższe jeszcze niż wówczas pozostają spready (premie kredytowe ponad rentowność bazowych obligacji skarbowych). Pozostawia to jeszcze nieznaczące miejsce dla dalszych wzrostów cen, biorąc pod uwagę, że inwestorzy poszukują obszarów, które nadal generują dodatnie realne stopy zwrotu (po uwzględnieniu inflacji). (ml)

Surowce

Styczeń przyniósł kontynuację wzrostu cen dla większości surowców. Co prawda jego dynamika była słabsza niż w listopadzie i grudniu, jednak bez wątplenia można mówić już o ugruntowanym trendzie wzrostowym dotyczącym praktycznie całego kompleksu „commodities”.

Szczególnie dobrze wyglądał początek miesiąca, po utrwaleniu się przewagi politycznej demokratów w Stanach Zjednoczonych, uprawdopodobnieniu znacznego zwiększenia pakietu stymulacyjnego w USA i zaskakującej decyzji Arabii Saudyjskiej o dodatkowym dobrowolnym ograniczeniu dostaw ropy na globalne rynki o 1 mln baryłek dziennie.

W kolejnych tygodniach poziom optymizmu nieco osłabł, po tym jak rozprzestrzenianie się nowych szczepów koronawirusa skutkowało rozszerzeniem *lockdown*-ów, a nadzieje na szybkie wprowadzenie pakietu stymulacyjnego oddaliły się. Oczekiwania dotyczące pojawienia się objawów wzrostu inflacji koncentrują się na drugiej połowie obecnego roku, a równocześnie w styczniu mieliśmy do czynienia z nieśmiałyymi próbami umocnienia się dolara i co istotniejsze wzrostem rentowności długoterminowych obligacji amerykańskich, która to zawędrowała w szczytowym momencie w okolice 1,18%. Szczególną presję wywarło to na ceny złota, dla którego nie był to korzystny miesiąc.

Ostatecznie Bloomberg Commodity Index obrazujący zbiorczo kondycję rynku surowcowego urósł w poprzednim miesiącu o ponad 2,7%.

W przeciwieństwie do instrumentów finansowych, takich jak akcje czy obligacje towary są „zakotwiczone” w rzeczywistej gospodarce, ich cena jest nieuniknioną konsekwencją popytu i podarży. W najbliższym czasie rynki towarów, które borykają się z rzeczywistymi fizycznymi niedoborami, jak ruda żelaza, ruda miedzi i

soja, będą nadal pod silną presją kupujących. Równocześnie inwestorzy coraz częściej kierują się w inwestycjach poszukiwaniem ochrony przed reflacją i możliwym dalszym osłabieniem dolara. Warto mieć zatem na uwadze, że ropa naftowa, złoto czy miedź to najbardziej płynne rynki towarowe i to właśnie na nich najprościej realizować może się popyt wynikający z tego rodzaju obaw.

Ropa

Styczeń był kolejnym udanym miesiącem dla notowań ropy naftowej. Cena ropy WTI wzrosła o 7,6% (osiągając 52,2 USD), a cena Ropy Brent o 6,3% (55,0 USD).

Z początkiem miesiąca pojawiły się obawy wynikające z rozszerzania się nowych odmian koronawirusa i wynikającego z tego ryzyka dalszego spadku popytu. Jednak najpierw decyzja OPEC+ o utrzymaniu dotychczasowych ograniczeń wydobycia w lutym i w marcu, a następnie jednostronna decyzja Arabii Saudyjskiej o ograniczeniu dostaw na światowe rynki o 1 mln baryłek dziennie, pozwoliła wyjść cenom na nowe pocovidowe maksima.

Przez większość miesiąca nadal utrzymywał się stabilny popyt z Azji. Poza Chinami w gronie silnych kupujących wyróżniały się kraje takie jak Indie czy Tajlandia. Szczególnie te pierwsze dostarczyły interesujących danych. W grudniu 2020 r. importowały szczególnie dużo surowca ze względu na zwiększoną aktywność lokalnych rafinerii, co było wynikiem zwiększonego popytu na paliwa. W grudniu kraj ten importował 20,49 mln ton ropy naftowej, co jest najwyższym wynikiem od października 2018 roku, czyli od ponad 2 lat. Jest to także wzrost importu o 9,5% w ujęciu r/r.

Bardzo istotnym czynnikiem, który będzie wpływał w najbliższych latach na rynek surowców energetycznych jest konsekwentna polityka ekologiczna jaką od pierwszych dni swojego urzędowania prowadzi prezydent Biden i jego administracja. Już w pierwszych dniach urzędowania podjął on cały szereg decyzji istotnych dla przyszłości cen węglowodorów. Między innymi cofnął pozwolenie na budowę rurociągu Keystone – projektu, który miał przesyłać do 830 000 baryłek ropy dziennie z kanadyjskiej prowincji Alberta do rafinerii w stanie Nebraska. Nałożył moratorium na dzierżawę pól ropoносnych w Arctic National Wildlife Refuge (Alaska). W ciągu kilku godzin po objęciu urzędu podjął decyzję o ponownym dołączeniu USA do Paryskiego Porozumienia Klimatycznego. Dodatkowo wprowadził 60 dniowe moratorium na pozwolenia na wiercenia na gruntach federalnych (1/10 dostaw ropy w USA pochodzi z terenów o takim statusie).

W konsekwencji coraz wyraźniej widać, że będziemy mieli do czynienia z polityką z jednej strony stymulującą popyt na energię (pakiety fiskalne, programy infrastrukturalne), a z drugiej ograniczającą produkcję węglowodorów, zwiększającą koszty operacyjne i koszty finansowania. Tego typu działania przełożą się na konsekwencje inflacyjne, czym jednak obecnie politycy zdecydowanie się nie martwią.

Z drugiej strony mamy OPEC+, który niezwykle ostrożnie i podchodzi do ewentualnego zwiększania dostaw ropy. Ma to istotne znaczenie także w kontekście faktu, iż przy obecnych cenach rentowność wielu projektów łupkowych w USA nadal jest wątpliwa. Najwięksi producenci ropy z USA sygnalizują, że poprzedni rok był dla nich trudny i obecne ceny ropy nie są wystarczające do tego by można było w sposób opłacalny realizować nowe projekty inwestycyjne. Sam tylko Exxon W czwartym kwartale 2020 stracił 20,2 mld USD (22,4 mld w całym roku). Fatalny wynik roczny podał BP (strata 5,7 mld USD), Chevron (5,5 mld USD straty), z niepokojem rynek oczekuje również wyników Royal Dutch Shell i pomniejszych spółek z branży. W wyniku niskich cen, niesprzyjającego otoczenia prawnego i presji ekologicznej większość koncernów ogranicza, lub myśli o ograniczeniu zatrudnienia. W konsekwencji np. zarząd Exxon deklaruje, że jeśli cena ropy nie przekroczy 60 USD to nie będą podejmowane żadne nowe projekty inwestycyjne.

Należy jednak pamiętać o nadal silnych czynnikach ryzyka. Pandemia być może „nie powiedziała jeszcze ostatniego słowa”, a ożywienie gospodarcze może być słabsze niż rynek się spodziewa.

Szacunki Międzynarodowej Agencji Energetycznej nadal mówią o odbudowaniu się jedynie 2/3 popytu przedpandemicznego w tym roku. Równocześnie ceny już obecnie są powyżej prognoz jakie przytaczaliśmy w poprzednich materiałach. Zgodnie z prognozami raportu Banku Światowego „Commodity Markets Outlook” średnia cena ropy w 2021 roku wyniesie 44 USD za baryłkę i prognozy te, póki co, nie były jeszcze rewidowane.

Po zaskakujących danych z 2 lutego Amerykańskiego Instytutu Paliw o spadku tygodniowych zapasów ropy w USA spadły o ponad 4 mln baryłek, w pierwszych dniach lutego ceny ropy dalej rosły, zwiększając nawet chwilowo dynamikę ruchu.

Złoto

W styczniu cena złota nieznacznie spadła o 2,4%, natomiast srebro zdrożało 1,5%. Po wcześniejszym ruchu wzrostowym rynek ewidentnie konsolidował się oczekując na to co stanie się z kursem dolara i rentownością amerykańskich obligacji. Po bardzo udanym początku miesiąca, pojawił się na rynku niepokój wynikający z stabilizacji (a nawet delikatnego umocnienia) dolara do koszyka walut i stopniowego marszu rentowności amerykańskich obligacji 10-letnich w kierunku 1,2%.

Kwestią kluczową dla ceny złota są realne stopy procentowe. Obecnie im niższe (bardziej ujemne) tym lepiej dla notowań kruszców. Dlatego w najbliższym czasie należy czujnie obserwować z jednej strony odczyty inflacyjne, a z drugiej rentowność amerykańskiego długu – będącą emanacją rzeczywistych rynkowych stóp procentowych. Dla złota bardzo korzystny byłby wzrost inflacji przy stabilnych lub spadających rentownościach (np. w przypadku wdrożenia stałej kontroli krzywej rentowności przez FED, który utrzymywałby rentowność na długim końcu poniżej jakiegoś określonego poziomu). Równocześnie scenariusz niekorzystny, to wzrost rentowności długu w odpowiedzi na pakiety fiskalne i rosnący deficyt przy nadal stabilnej inflacji. W długim terminie, ze względu na wielkość długu który trzeba obsługiwać władze monetarne nie dopuszczą zapewne do znacznego wzrostu rentowności (w konsekwencji wzrostu

kosztu rolowania zadłużenia), jednak w krótkim terminie mogą wykazywać pewną tolerancję w tym zakresie.

W dalszej części roku wpływ na ceny może mieć odradzający się popyt na wyroby jubilerskie w Azji (Chiny, Indie), który został mocno ograniczony w czasie pandemii. Rynek będzie także podlegał fluktuacjom wynikającym z ruchów spekulacyjnych, takich jak nagła wyżka cen srebra na przełomie stycznia i lutego. W okresie tym lawina zakupów spekulacyjnych, dokonywanych przez inwestorów indywidualnych, doprowadziła na przykład nie tylko do chwilowego wywindowania cen o kilkanaście procent w przeciągu niespełna tygodnia (po 3 dniach wzrostu z poziomu ok 25 USD, 01.02 cena przekroczyła chwilowo 30 USD za uncję, nazajutrz spadła zaś ponownie poniżej 27 USD), ale i do „wyczyszczenia” półek sklepowych u detalicznych sprzedawców srebra fizycznego w USA.

W dłuższym okresie należy spodziewać się jednak, że złoto nadal pozostanie efektywnym nośnikiem wartości siły nabywczej w czasie i jego cena będzie stosunkowo podążała za zwiększającą się globalną podażą pieniądza, dlatego też dla portfeli z dużym udziałem akcji, zalecamy także pozycje wyeksponowane na producentów kruszcu.

Metale przemysłowe

Po świetnej końcówce roku 2020, rynek metali przemysłowych wkroczył w nowy rok w bardzo dobrych nastrojach. Zdobycie przewagi w Senacie USA przez Demokratów uznano za otwarcie drogi dla trzech głównych globalnych gospodarek (USA, UE, Chin) do prowadzenia globalnie zsynchronizowanej polityki, mogącej wygenerować „zieloną falę” inwestycji ekologicznych napędzającą popyt na surowce.

Jednak w trakcie miesiąca na rynku pojawiły się obawy, czy aby wzrost cen z końcówki roku nie jest przesadzony. Kolejne *lockdown*-y będące konsekwencją zwiększonej zachorowalności na nowe szczepy koronawirusa, w tym nowe ogniska w Chinach, wywołały obawy dotyczące możliwych zakłóceń produkcji w kluczowych ośrodkach przemysłowych. Rynek starał się również wycenić sezonowy spadek zamówień, wynikający z przestojów związanych z obchodami Chińskiego Nowego Roku.

W konsekwencji wzrosty miały w styczniu znacznie bardziej wybiórczy charakter niż w końcówce zeszłego

roku. Nadal dobrze zachowywały się ceny miedzi, rynek której zmagają się obecnie z ewidentnym deficytem (+1,1% - zaliczając dziesiąty miesiąc wzrostu z rzędu), czy niklu (+6,4%). Równocześnie korygowała się cena aluminium (-1%), palladu (-10%) cynku (-5,8%). „Na zero” zakończył się styczeń dla notowań platyny. Na szczególną uwagę zasługuje rynek rudy żelaza. Po imponującym zeszłorocznym wzroście (ponad 70%) w styczniu ceny spadały (o ponad 3 %). Surowiec ten idealnie obrazuje strukturę popytu rynkowego, totalnie zdominowanego przez Chiny. Warto wiedzieć, że chińskie huty w zeszłym roku wyprodukowały ponad miliard ton stali, co jest ilością znacznie większą, niż wszystkie pozostałe huty na świecie (łączna produkcja stali na świecie w 2020 r. wyniosła około 1,83 mld ton).

W najbliższym czasie rynek nadal będzie reagował na losy pakietu stymulacyjnego w USA, wpływ pandemii na siłę popytu przemysłowego i ewentualne zakłócenia w dostawach. Warto jednak mieć na uwadze wieloletnie niedoinwestowanie branży wydobywczej.

Towary rolne

Najważniejsze towary rolne nadal kontynuowały silny trend wzrostowy, z którym mamy do czynienia już od wielu miesięcy. W styczniu kukurydza drożała o 13%, pszenica o 3,5%, a soja o 4,5%. Ceny rosły na skutek nadal silnego popytu z Azji, utrzymującego się na podwyższonym poziomie od kiedy Chiny wpisały wymóg posiadania strategicznych zapasów zbóż i wieprzowiny w swoim najnowszym planie pięcioletnim. Rynek starał się dyskutować niekorzystne warunki pogodowe w wielu miejscach globu (Ameryka Południowa, południowa Rosja, Ukraina) i mniejsze arealy upraw w USA w 2020 r. Dodatkowym elementem, który obecnie poważniej musi być brany pod uwagę, jest coraz silniejsza presja polityki ekologicznej na proces produkcji rolnej. Coraz więcej firm zaczyna wdrażać wymogi ESG również w tym obszarze. Na razie nie jest to zjawisko powszechne, jednak zaczynają pojawiać się firmy, które z grona swych dostawców czy kontrahentów próbują eliminować podmioty przyczyniające się do wylesiania, czy nadmiernej emisji CO2.

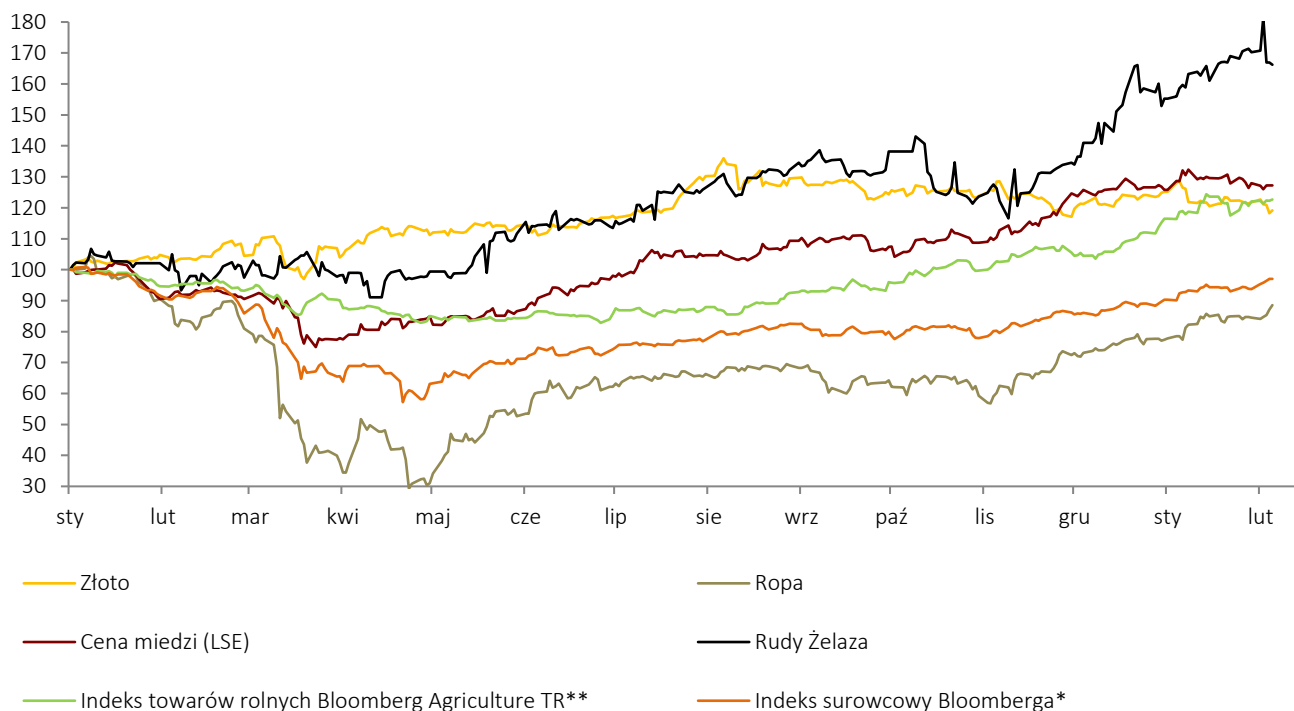
Nowym elementem w handlu międzynarodowym, jaki pojawił się na przełomie roku, jest wzrost działań mających na celu chronienie przed wzrostem cen rynków

wewnętrznych. I tak np. w grudniu Argentyna ustaliła limit dzienny na eksport kukurydzy (30 tysięcy ton), a Rosja nałożyła podatek eksportowy na pszenicę.

Wzrost cen towarów rolnych ma również inny niekorzystny efekt. Wysokie ceny żywności sprzyjają destabilizacji społecznej i politycznej w krajach o niskim dochodzie.

Ostatni okres wysokich cen żywności był między innymi jednym z wyzwalaczy „Arabskiej Wiosny” z jej dalszymi konsekwencjami, w tym kryzysem migracyjnym. Warto pamiętać, że ewentualny wzrost niestabilności w krajach rozwijających się i „frontierowych”, nie pozostałby bez wpływu na produkcję i łańcuchy dostaw i ceny towarów takich jak ropa czy metale przemysłowe. (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

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	-0,5%	16,7%	16,5%	15,1%	18,7%	71,4%
MSCI World	USD	-1,1%	16,1%	15,5%	13,6%	20,3%	70,4%
MSCI Emerging Markets	USD	3,0%	20,5%	23,2%	25,2%	6,0%	79,1%
MSCI EM Asia	USD	4,2%	19,7%	25,8%	37,5%	17,3%	98,7%
MSCI EM Latin America	USD	-6,8%	26,5%	10,6%	-17,0%	-28,5%	31,0%
MSCI EM Europe	USD	-2,1%	31,3%	8,9%	-13,9%	-13,4%	47,9%
MSCI Poland	USD	-1,7%	28,2%	6,1%	-11,5%	-30,0%	-0,5%
MSCI Frontier Markets	USD	0,3%	10,2%	20,7%	-2,1%	-15,0%	21,7%
S&P500 - USA	USD	-1,1%	13,6%	13,5%	15,2%	31,5%	91,4%
Russell 2000	USD	5,0%	34,8%	40,1%	28,5%	31,7%	100,3%
MSCI Europe	EUR	-0,8%	15,5%	10,9%	-4,9%	-1,8%	13,6%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	-0,8%	15,6%	11,1%	-3,6%	0,1%	15,7%
DAX - Niemcy	EUR	-2,1%	16,2%	9,1%	3,5%	1,8%	37,1%
CAC40 - Francja	EUR	-2,7%	17,5%	12,9%	-7,0%	-1,5%	22,2%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	-3,9%	20,2%	12,8%	-17,2%	-25,8%	-12,0%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	-3,0%	20,2%	13,0%	-7,2%	-8,2%	15,6%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	-0,8%	14,9%	8,6%	-12,1%	-14,9%	5,3%
FTSE Nordic 30	SEK	1,6%	10,8%	11,5%	8,6%	25,9%	37,6%
Nikkei - Japonia	JPY	0,8%	20,4%	27,4%	19,2%	19,8%	57,9%
TOPIX - Japonia	JPY	0,2%	14,5%	20,9%	7,4%	20,7%	26,3%
MSCI China	HKD	7,4%	13,3%	22,5%	43,4%	15,9%	123,6%
Hang Seng - Hongkong	HKD	3,9%	17,3%	15,0%	7,5%	-14,0%	43,7%
Kospi - Korea Pld.	KRW	3,6%	31,3%	32,3%	40,5%	16,0%	55,7%
SENSEX - Indie	INR	-3,1%	16,8%	23,1%	13,7%	28,7%	86,1%
XU100 - Turcja	TRY	-0,2%	32,5%	30,8%	23,7%	23,3%	100,5%
RTS- Rosja	USD	-1,4%	28,2%	10,8%	-9,8%	6,7%	83,5%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-3,3%	22,5%	11,8%	1,1%	35,5%	184,8%
WIG	PLN	-0,1%	29,2%	12,9%	0,5%	-13,7%	28,6%
AKCJE - segmenty	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	1,8%	25,8%	29,4%	20,3%	16,1%	75,0%
MSCI ACWI Large Cap	USD	-0,5%	16,2%	15,8%	15,2%	19,7%	72,7%
WIG20	PLN	-1,8%	28,5%	10,2%	-5,7%	-23,7%	9,4%
WIG20 total return	PLN	-1,8%	28,5%	10,5%	-5,1%	-19,1%	22,0%
mWIG40	PLN	3,1%	28,3%	15,1%	2,3%	-18,3%	21,6%
sWIG80	PLN	5,0%	31,0%	17,1%	33,9%	12,9%	35,7%
AKCJE - sektory	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	1,0%	13,2%	8,1%	14,8%	31,3%	63,0%
MSCI World Energy	USD	2,7%	36,4%	11,5%	-25,8%	-42,3%	-23,4%
MSCI World Financials	USD	-1,7%	23,1%	20,3%	-4,0%	-13,0%	34,3%
MSCI World Metals&Mining	USD	-0,8%	20,6%	13,8%	27,4%	8,2%	155,0%
MSCI World Industrials	USD	-2,8%	15,1%	20,5%	7,8%	7,1%	64,0%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	-0,6%	18,6%	24,6%	35,5%	45,0%	106,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	-4,3%	5,5%	2,6%	1,0%	4,8%	21,7%
MSCI World IT	USD	-0,6%	18,2%	18,2%	37,3%	86,0%	219,9%
Nasdaq	USD	1,4%	19,8%	21,6%	42,8%	76,4%	183,3%
Nasdaq100	USD	0,3%	16,9%	18,5%	43,8%	86,0%	202,1%
Eurostoxx Banks	EUR	-4,6%	31,8%	20,0%	-23,0%	-50,0%	-33,8%
WIG-Games	PLN	1,0%	-7,5%	-10,1%	44,8%		
WIG-Energia	PLN	2,2%	42,8%	4,8%	17,0%	-28,9%	-31,5%
WIG-Banki	PLN	2,0%	54,0%	26,5%	-26,8%	-45,5%	-14,2%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	-1,0%	15,1%	16,2%	29,3%	50,7%	118,9%
MSCI World Value	USD	-1,1%	17,4%	14,9%	-1,7%	-5,9%	29,9%

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

SUROWCE	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	6,2%	40,1%	21,4%	0,5%	-6,0%	4,6%
Miedź	USD	1,1%	16,7%	24,0%	41,3%	11,3%	72,0%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	4,8%	22,4%	38,8%	29,0%	9,3%	1,4%
Rudy żelaza	USD	7,9%	39,9%	54,3%	81,9%	121,6%	
Węgiel koksujący	CNY	-6,6%	21,7%	32,3%			
Złoto	USD	-2,7%	-1,7%	-6,5%	16,3%	37,4%	65,2%
Srebro	USD	2,2%	14,1%	10,7%	49,6%	55,6%	89,3%
CRB Commodity Index	USD	3,8%	20,4%	21,2%	2,3%	-11,7%	4,5%
OBLIGACJE	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-1,2%	1,9%	1,5%	6,7%	11,8%	22,7%
USD Korporacyjne IG	USD	-1,3%	1,9%	0,0%	6,0%	22,3%	36,3%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-0,1%	1,1%	2,3%	1,5%	8,0%	14,8%
USD Korporacyjne HY	USD	0,3%	6,3%	6,7%	7,4%	19,6%	54,0%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,6%	5,6%	6,8%	2,0%	10,1%	27,7%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-0,4%	5,2%	6,4%	5,4%	7,9%	34,6%
EM skarbowe w USD	USD	-1,4%	4,2%	2,0%	2,2%	12,9%	34,4%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	0,3%	0,3%	1,2%	6,8%	17,1%	22,9%
POZOSTAŁE	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-0,7%	4,2%	3,0%	9,4%	-2,2%	12,0%
EUR/PLN	PLN	-0,9%	-1,9%	2,4%	5,2%	8,9%	2,3%
CHF/PLN	PLN	-0,9%	-3,1%	1,8%	4,1%	16,5%	4,9%
USD/PLN	PLN	-0,2%	-5,8%	-0,6%	-3,8%	11,4%	-8,7%
USD/JPY	USD	-1,3%	-0,1%	1,1%	3,5%	4,3%	15,7%
Bloomberg USD Index	USD	0,9%	-3,6%	-4,2%	-5,5%	0,9%	-9,8%
MSCI EM Currency Index	USD	-0,1%	3,7%	6,5%	4,3%	-0,5%	19,5%
JP Morgan EM Currency Index	USD	-1,7%	5,0%	2,3%	-4,9%	-20,5%	-11,6%
Europe REITS	EUR	0,6%	31,1%	16,6%	-28,0%	-28,4%	
US REIT's	USD	0,0%	13,6%	7,1%	-12,0%	2,7%	7,0%
Bitcoin	USD	19,5%	154,0%	205,3%	270,3%	247,7%	9132,7%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-0,6%	21,2%	24,2%	70,5%	215,3%	442,3%
Amazon	USD	-1,6%	5,6%	1,3%	59,6%	121,0%	446,2%
Alphabet (Google)	USD	4,3%	13,1%	22,8%	27,5%	54,6%	140,0%
Microsoft	USD	4,3%	14,6%	13,1%	36,3%	144,1%	321,1%
Facebook	USD	-5,4%	-1,8%	1,8%	27,9%	38,2%	130,2%
Netflix	USD	-1,5%	11,9%	8,9%	54,3%	97,0%	479,7%
Tesla	USD	12,5%	104,5%	177,3%	509,9%	1019,8%	1975,1%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	GBP	1,1%	5,0%	-11,3%	-23,9%	2,8%	-5,7%
Roche	CHF	-0,6%	4,2%	-2,8%	-5,3%	33,9%	16,4%
ASML	EUR	10,5%	40,8%	46,6%	72,8%	169,3%	421,8%
Nestle	CHF	-4,0%	-3,0%	-7,5%	-6,0%	24,4%	33,0%
Novartis	CHF	-3,7%	12,6%	6,7%	-11,7%	8,2%	16,1%
Novo Nordisk	DKK	-0,3%	3,6%	2,0%	3,1%	27,6%	12,0%
L'Oreal	EUR	-6,7%	4,5%	2,5%	15,2%	58,4%	84,1%
LVMH	EUR	-2,5%	23,9%	35,9%	26,1%	97,3%	236,2%
Astrazeneca	GBP	2,3%	-3,5%	-12,2%	0,9%	53,3%	66,9%
SAP	EUR	-2,3%	13,6%	-22,0%	-10,9%	15,2%	42,7%
Sanofi	EUR	-2,0%	-0,3%	-12,9%	-11,3%	8,5%	0,8%
Chiny - BAT	Waluta	Styczeń	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	8,7%	76,6%	96,8%	90,2%	-4,8%	43,9%
Tencent Holding	HKD	20,8%	15,3%	27,6%	82,7%	47,0%	370,4%
Alibaba	USD	9,1%	-16,7%	1,1%	22,9%	24,2%	278,7%

* 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.