



**ALIOR
BANK**

Biuro Maklerskie

NAWIGATOR RYNKOWY

RYSA NA SZKLE

AKCJE, OBLIGACJE, SUROWCE
Komentarz do wydarzeń rynkowych
marzec 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

Marek Libner

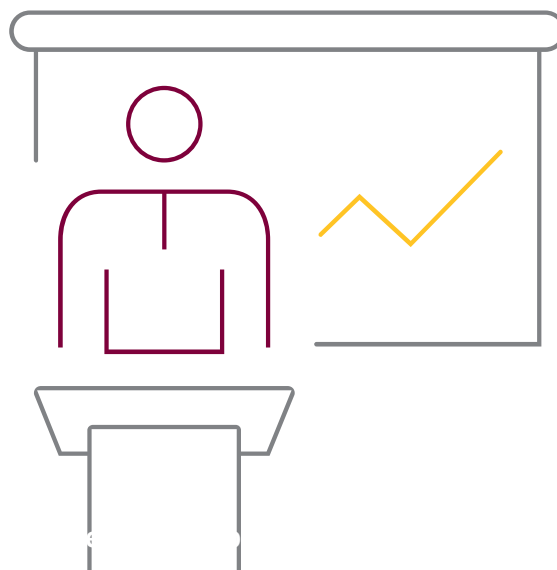
Menedżer ds. Inwestycyjnych

Doradca Inwestycyjny

Bartłomiej Nowicki

Menedżer ds. Inwestycyjnych

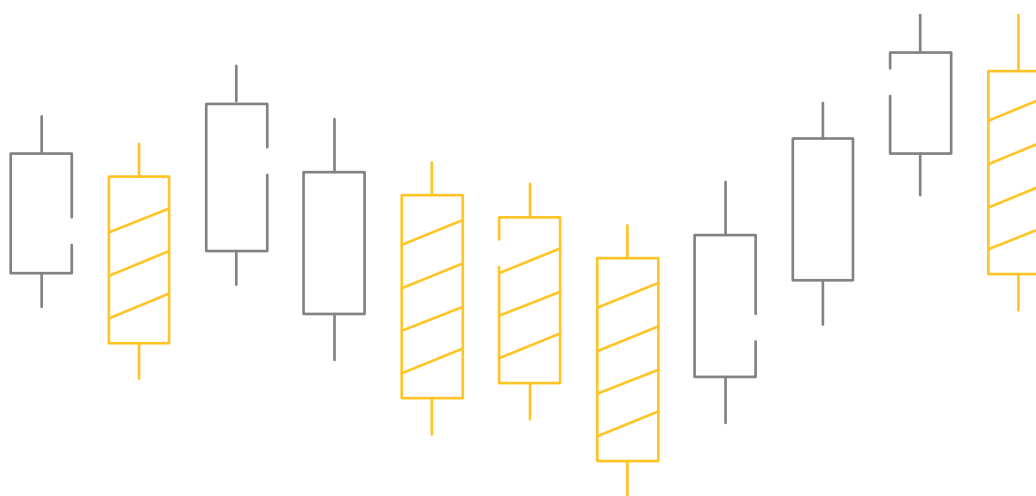
Makler Papierów Wartościowych



05 marca 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)	10
Polska	11
Obligacje	12
Dług EM.....	13
High Yield	13
Surowce	14
Ropa	15
Złoto	16
Metale przemysłowe.....	17
Towary rolne.....	17
Ważne informacje	21

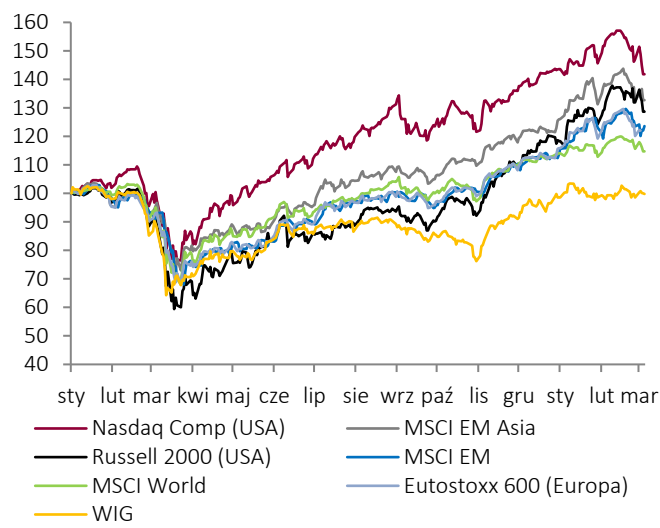


Wstęp

- Na wydawałoby się, mogącej trwać w nieskończoność „sielance” na rynkach finansowych wynikającej ze: wzrostu wydatków rządowych, wzrostu oszczędności gospodarstw domowych w wyniku pablokowania gospodarek i zubożenia opcji wydawania pieniędzy „w realu”, przy akompaniamencie bezkarnej względem inflacji, przynajmniej tej mierzonej oficjalnie w krajach wysoko-rozwiniętych (DM), akomodacyjnej polityce pieniężnej banków centralnych (niskich stóp procentowych i skupu aktywów finansowych), pojawiła się poważna „rysa”, mianowicie pod koniec lutego gwałtownie zaczęły rosnąć rentowności długoterminowych obligacji skarbowych krajów anglosaskich, na czele ze Stanami Zjednoczonymi
- Inwestorzy pozbywali się długoterminowych papierów skarbowych w obliczu nowego pakietu stymulacyjnego o wartości 1,9 bln USD w USA, ze względu na wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz w obliczu dużej podaży papierów skarbowych w kolejnych okresach na sfinansowanie wydatków budżetowych przy zmniejszonych dochodach fiskalnych
- Amerykański bank centralny - Fed w ramach bieżącego skupu aktywów przeznacza na zakupy obligacji (w tym obligacji nieskarbowych) średnio kilkadziesiąt miliardów USD tygodniowo, a Europejski Bank Centralny kilkanaście miliardów EUR, jednak nadal są to „niewielkie” kwoty, jeśli popatry się na wielkość rynku amerykańskich obligacji skarbowych (ponad 20 bln USD = 20 tysięcy mld), a chętnych do posiadania obligacji, zwłaszcza długoterminowych, jest coraz mniej, w każdym bądź razie rynek stabilizuje się przy znacznie wyższych poziomach rentowności niż jeszcze miesiąc czy dwa miesiące temu; znaczący wzrost rentowności (do ponad 1,6% vs. jeszcze 1,15% zaledwie dwa miesiące temu widoczny jest także na polskich „10-latkach”)
- Być może w pierwszej fazie wzrostu rentowności w lutym nawet część sprzedających obligacje (spadek ceny równa się wzrost rentowności) próbowała się jeszcze „podłączyć się” pod trend wzrostu na rynkach akcji, jednakże przyśpieszenie tempa wzrostu rentowności na przełomie lutego i marca spowodowały dość znaczącą - sięgającą w najbardziej „rozgrzanych” segmentach globalnego rynku akcji dwucyfrową korektę
- Najwięcej takich „punktowych” baniek spekulacyjnych narastało w narożnikach amerykańskiego rynku akcji, gdzie szczególnie dynamicznie w ostatnim czasie rosły spółki małe i średnie, które dużo gorzej przeszły przez kryzys, jeśli chodzi o generowane wyniki finansowe, a ich wyceny zarówno w relacji do bieżących, jak i prognozowanych zysków (wskaźnik P/E), znalazły się na znacznie wyżej aniżeli spółek dużych. Podobnie działo się na spółkach IT, szeroko rozumianych spółkach „wzrostowych”, w tym z obszaru „zielonej energii” i to one doświadczyły właśnie najbardziej dynamicznych korekt na przełomie lutego i marca. Na ich tle dosyć stabilnie zachowywały się również mocno rosnące w ubiegłym roku, ale jednocześnie dostarczające imponujących wzrostów wyników finansowych, giganci spod akronimu FAAMG (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Google)
- Gospodarczo świat zachodni, zwłaszcza Europa, płaci za *lockdown*-y, na tym tle znakomicie na poziomie zagregowanym prezentuje się sytuacja w naszym kraju – spadek PKB w 2020 roku „jedynie” 2,8% i znakomite wyniki w końcówce roku przemysłu (zarówno na tle EU, jak i regionu CEE). Rezultat- najniższa wg metodologii Eurostatu stopa bezrobocia w Polsce spośród wszystkich krajów w UE
- Niestety w Polsce (podobnie jak w innych krajach regionu CEE) na przekór tendencji globalnej, w ostatnich tygodniach z powrotem następuje wzrost liczby osób diagnozowanych z Covid-19 (zo)

Dużym wydarzeniem politycznym w skali globalnej jest akcja szczepień przeciw Covid-19. Największy odsetek dorosłej ludności zaszczepił się dotychczas kolejno: w Izraelu (ponad 80%), w Zjednoczonych Emiratach Arabskich (ZEA)- ponad 50%, ok. 30% w Wlk. Brytanii i ok. 25% w USA (te kraje mają jak na razie najlepszy dostęp do szczepionek).

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



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

O dopuszczenie do użytku swoich specyfików na rynkach rozwiniętych (po Pfizerze, Modernie i Astra Zeneca, których preparaty są już w szerokim zastosowaniu, w USA dodatkowo zatwierdzono preparat Johnson&Johnson), starają się kolejni producenci m.in. amerykańska spółka biotechnologiczna Novavax, a także.... rosyjski Sputnik V. Ambitne plany szczepień specyfikami własnych firm farmaceutycznych mają także Chiny, a chiński i rosyjski specyfik zdobywają popularność w krajach Trzeciego Świata, m. in. ze względu na cenę. Z uwagi na polityczne kwestie jest jednak mało prawdopodobne ich zatwierdzenie do użytku w UE.

Konsensusy prognoz zakładają stopniową normalizację sytuacji gospodarczej (odbudowę po ubiegłorocznej zapaści) w większości krajów. Z drugiej strony część koncernów medycznych – producentów szczepionek zakładają już coroczne wpływy z tej nowej „linii biznesowej”. (zo)

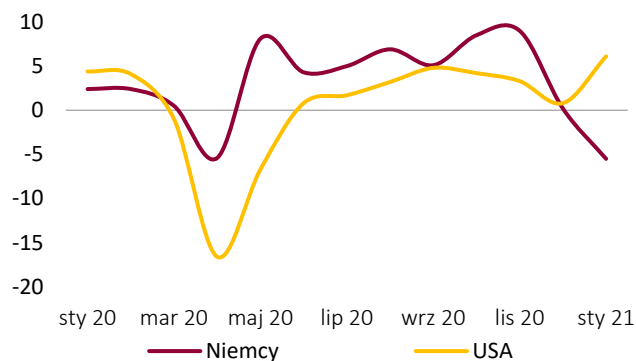
Opis sytuacji gospodarczej

Globalna gospodarka w pierwszych miesiącach bieżącego roku pozostaje pod presją Covid-19. W lutym co prawda statystyki epidemii w zachodnim świecie znacznie się poprawiły, aczkolwiek jest to okupione mniejszymi lub większymi restrykcjami. Wnioskując na podstawie wypowiedzi decydentów można założyć, iż obawy przed kolejnymi falami zachorowań skutkować będą, głównie w Europie, ale zapewne również w części stanów USA, żonglowaniem znacznymi obostrzeniami co najmniej do początku wiosny.

Pod kątem tempa szczepień nadal utrzymuje się wyraźna przewaga USA nad UE. Po zachodniej stronie Atlantyku do końca lutego rozdysponowane zostało przeszło 23 dawki szczepionek na 100 osób, wobec niecałych 8 na Starym Kontynencie. W najbliższych miesiącach jest jednak duża szansa na znaczne przyspieszenie w UE, wobec prawdopodobnego rychłego dopuszczenia do użytku 1-dawkowego preparatu Johnson&Johnson (w USA to już nastąpiło) oraz wejścia w życie nowych kontraktów z dotychczasowymi dostawcami.

W kwestii odbudowy gospodarki Stany Zjednoczone również górują nad UE, czy też, tym bardziej, strefą euro. Początek roku (styczeń) w USA zaznaczył się mocnym akcentem po stronie konsumpcji (sprzedaż detaliczna bez samochodów +6,1% r/r) wspartej wprowadzonym w grudniu pakietem stymulacyjnym (ok. 900 mld USD).

Sprzedaż detaliczna bez samochodów (% r/r, dane wyrównane sezonowo)

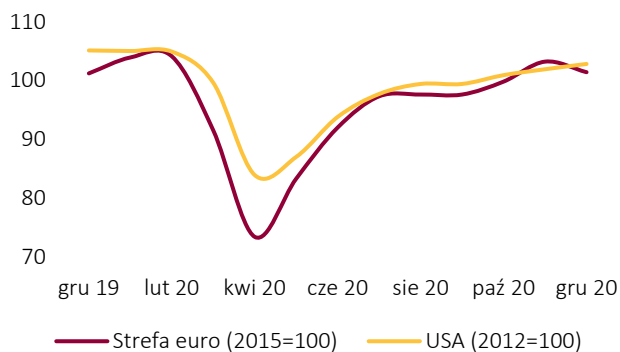


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Co więcej administracja nowego prezydenta Bidena szykuje już kolejny plan pomocowy (1,9 bln USD) kierowany w dużej mierze do gospodarstw domowych.

W strefie euro początek br. pod tym kątem był zdecydowanie gorszy. W największej gospodarce bloku, Niemczech, gdzie do tej pory okres *lockdown-ów* charakteryzował się mocną konsumpcją dóbr, w styczniu wynik sprzedaży detalicznej był zaskakująco słaby (-5,5% r/r) i naznaczony nie tylko ograniczeniami w handlu a również przywróceniem stawek VAT, obniżonych w ramach stymulacji fiskalnej w II połowie 2020 r.

Przetwórstwo przemysłowe (dane wyrównane sezonowo)



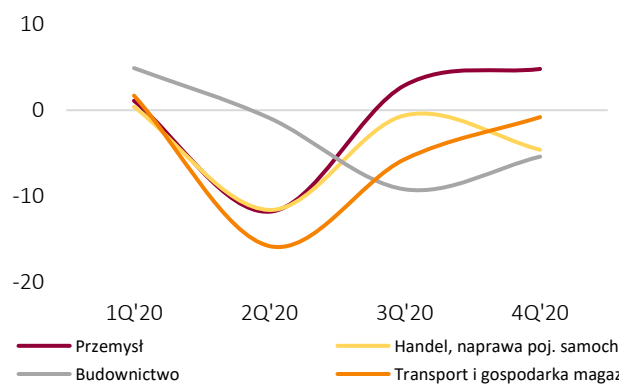
źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Jest jednak jeden obszar od kilku miesięcy kontynuujący odbudowę koniunktury, zarówno w USA jak i strefie euro. To sektor przetwórstwa przemysłowego, który pod koniec ubiegłego roku zbliżył się do poziomów obserwowanych przed wybuchem pandemii. Jak sugerują wskaźniki PMI, w styczniu i lutym nadal trwało ożywienie, napędzane przesunięciem części strumienia konsumpcji z przyblokowanych epidemią niektórych usług. Dodatkowym zjawiskiem, obserwowanym zwłaszcza w USA, jest znaczny wzrost presji inflacyjnej w cenach producentów. Ten jest pochodną zwiększających cen surowców oraz raportowanych niedoborów półproduktów przy mocno nierównym sektorowo i geograficznie globalnym ożywieniu.

W Polsce, podobnie jak w większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej, na przełomie lutego i marca zaznaczyła się kolejna fala epidemii. Można ją tłumaczyć zarówno luzowaniem obostrzeń, u nas rozpoczętym po 18 stycznia, jak i rozprzestrzenianiem nowych, bardziej uciążliwych odmian Covid-19 w tym głównie tzw. wersji brytyjskiej.

Taki rozwój wypadków sugeruje możliwość powrotu ściślejszych obostrzeń w Polsce, co będzie miało swoje przełożenie na koniunkturę. Póki co rząd zdecydował się na powrót restrykcji regionalnych i zaostriżył je wyłącznie w woj. warmińsko-mazurskim. Wpływ na gospodarkę tego ruchu będzie nieznaczny – województwo to odpowiada za ok. 2,5% polskiego PKB r/r.

Dynamika wartości dodanej wybranych sektorów, Polska (% r/r)

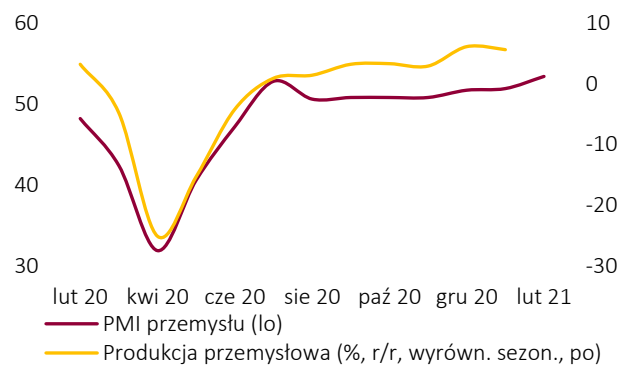


źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Wg aktualnych prognoz własnych Alior Banku tegoroczne PKB w Polsce wzrośnie o 4,2% r/r, po spadku w ubiegłym roku o 2,8%, z uwzględnieniem, iż I półrocze

br., a szczególnie I kwartał będzie jeszcze pod wpływem znacznych obostrzeń epidemicznych. Niemniej kluczowym jest utrzymująca się globalna koniunktura w przetwórstwie przemysłowym, stanowiąca wsparcie dla krajowego sektora. Ten w IV kw. 2020 r. był kołem zamachowym polskiej gospodarki. Wartość dodana przemysłu w tym okresie rosła o 4,8% r/r, m.in. dzięki silnemu popytowi zewnętrznemu. Początek roku, a więc zarówno twarde dane o produkcji przemysłowej za styczeń jak i wskaźnik PMI za luty, sugerują, iż ten trend powinien być kontynuowany. (js)

Produkcja przemysłowa, indeks PMI - Polska



źródło: Bloomberg, opracowanie własne

Akcje

Rynki rozwinięte – USA

Po styczniowej niewielkiej korekcie, w lutym rynki rozwinięte powróciły do wzrostów. Indeks MSCI World wzrósł o 2,5%, amerykański S&P500 o 2,6%, a europejski EuroStoxx600 o 2,3%. Najmocniej na rynkach DM rosły giełdy południa Europy oraz Japonia. Segmentowo wśród akcji amerykańskich najmocniej rosły spółki małe i średnie, dla których indeks Russell 2000 zwyżkował o ponad 6%. Ten segment spółek jest jednak kilkukrotnie mniejszy pod względem kapitalizacji od głównego indeksu S&P500 i znacznie mniej reprezentowany w krajowej ofercie produktowej.

Ogólnej poprawie nastrojów dla akcji amerykańskich, zwłaszcza w pierwszej połowie lutego sprzyjały publikacje wyników finansowych z IV kw. Zagregowany zysk na akcję dla spółek z indeksu S&P500 był o blisko 5% wyższy niż przed rokiem, jednocześnie dla większości spółek te wyniki były wyższe od wcześniejszych prognoz. Sentyment rynkowy wspierały także optymistyczne konsensusy prognoz wyników w kolejnych kwartałach, zwłaszcza z uwzględnieniem słabego I półrocza w 2020 r, i tym samym niskim punktem odniesienia. Wg konsensusu Bloomberga całoroczny zysk na akcję (EPS), po ponad 10%-owym spadku w 2020 r., w 2021 r. ma odnotować ponad 20%-owy wzrost. Biorąc pod uwagę prawdopodobną normalizację i odbudowę gospodarczą, największej poprawy wyników finansowych można oczekiwać dla

spółek cyklicznych, z segmentów szeroko rozumianego przemysłu i dóbr wyższego rzędu (konsensus Bloombergu zakłada w 2021 r wzrost zysków o ponad 60%). Oczekując większej aktywności sektora przetwórczego zakładamy przywrócenie lepszej koniunktury także w segmencie surowcowym dostarczającym środki produkcji, czyli sektorach: metale przemysłowe, surowce energetyczne, przemysł drzewny oraz chemiczny. Prognozy rynkowe dla spółek surowcowych z wyłączeniem segmentu paliwowego (prezentowanego w oddzielnej kategorii) zakładają ponad 30% wzrost zysków w bieżącym roku. Dla porównania spółki IT oraz usług telekomunikacyjnych obejmujące największe tuzy Wall Street, mają wg serwisu Bloomberg poprawić zyski w 2021 odpowiednio o 15% i 17%, a zbliżona dynamika ma być obserwowana dla sektora ochrony zdrowia. Takie różnice mogą wpłynąć na lepsze postrzeganie spółek cyklicznych produkcyjnych w kolejnych kwartałach, co zresztą było obserwowane w lutym.

Optymistyczne prognozy umacniają oczekiwania względem podjęcia kolejnych działań stymulujących przez rząd federalny. Nadal w trakcie przechodzenia przez kolejne szczeble administracji jest projektowany jeszcze w 2020 r. pakiet stymulacyjny, którego wartość może sięgnąć 1,9 bln USD. Dodatkowo wciąż jest prowadzona bardzo aktywna polityka pieniężna; wartość aktywów FED przekroczyła w lutym poziom 7,5 bln USD, co odpowiada ponad 35% rocznego PKB Stanów Zjednoczonych. Dla

porównania przed rokiem to było ok. 20%. Polityka FED i już podjęte oraz planowane działania fiskalne wywindowały ceny amerykańskich akcji w lutym na nowe historyczne maksima, jednak końcówka miesiąca oraz pierwszy tydzień marca, przynoszą dość gwałtowną korektę, zwłaszcza wśród najdrożej wycenianych spółkach technologicznych i bazujących na prognozach wysokiej dynamiki wzrostu zysków w przyszłych okresach - spółek wzrostowych, w tym także zaliczanych do obszaru tzw. „zielonej energii” (tutaj korekta trwa dłużej po już de facto od pierwszej dekady stycznia).

Warto tutaj nadmienić, że indeks S&P500 zakończył 2020 r. wzrostem o ponad 15%, przy spadku zysków spółek wchodzących w jego skład o ok. 10%, więc nawet mimo bardzo pozytywnych prognoz wzrostu zysku w 2021 widać, że rynek znacznie wyprzedza oczekiwania. To oznacza, że obniża się premia za ryzyko rynkowe. Ponadto, jeżeli pojawią się trwalsze wskazania, że gospodarka globalna powraca na ścieżkę odbudowy, to amerykański bank centralny nie będzie miał uzasadnienia dla zwiększania zakupów obligacji, a rząd federalny do dalszych pakietów fiskalnych, a zatem dwa ważne czynniki stojące za wzrostami na amerykańskim rynku akcji będą wygasać. W niektórych sektorach, jak IT lub ochrony zdrowia, dynamika EPS w '20 była dodatnia, ale też wyceny P/E w oparciu zarówno o wyniki bieżące, jak i prognozowane – bardziej wymagające.

Ogółem dla amerykańskich akcji wyciąganie jakichś daleko idących wniosków (np. o końcu długoterminowego trendu wzrostowego) byłoby przedwczesne i na obecną chwilę utrzymujemy nastawienie z poprzedniego miesiąca (umiarkowanie negatywne). Najmocniej „przegrzane” segmenty amerykańskiego rynku akcji, jak wspomniane wyżej spółki IT (ale spoza „wierchuszki” spod akronimu FAAMG, które zachowują się stabilnie), spółki z IPO, czy w końcu spółki mniejsze ogółem, które dużo boleśniej jako całość doświadczyły na wynikach ubiegły pandemiczny rok, a są wyceniane wyżej aniżeli spółki duże, nie znajdują się wśród naszych preferencji produktowych. Na pewno dalszej obserwacji wymaga największy rynek obligacji = rynek obligacji skarbowych USA, gdzie wzrost rentowności na papierach o długim terminie do wygaśnięcia z jednej strony jest m.in. efektem wzrostu oczekiwań inflacyjnych, z drugiej zwiększa relatywną atrakcyjność tych papierów względem rynku akcji w konkurencji o kapitał. Jednocześnie implikuje wyższe rynkowe stopy

procentowe, które mogą uderzyć w znaczną grupę spółek mocniej finansujących się długiem (a także zwiększającą stopę dyskontową w modelach wyceny dochodowej spółek).

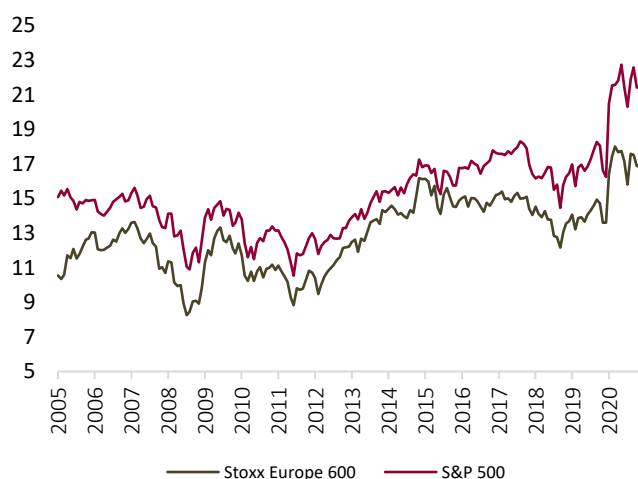
Europa

Spółki zachodnioeuropejskie jako całość bardziej boleśnie odczuły bieżący rok w wynikach finansowych aniżeli amerykańskie. Zagregowane zyski spółek dla indeksu Stoxx Europe 600 wykazują dla bieżących publikacji (wyniki opublikowało ponad 4/5 spółek) za IV kw. ponad 25% spadek licząc r/r, a całoroczny nawet powyżej 30%. W Europie, podobnie jak dla akcji amerykańskich, konsensus prognoz zakłada silne odbicie wyników w bieżącym roku - o ponad 30%, a z racji m.in. niskiej bazy porównawczej (silny spadek zysków w ubiegłym roku) najwyższe dynamiki pokazać się mają w I półroczu, nawet powyżej 100%.

Jednak nawet przy założeniu wzrostu zagregowanego EPS zgodnie z konsensusem, poziom z 2019 r. osiągnięty zostanie dopiero w przyszłym roku. W kontekście porównań z rynkiem amerykańskim zwracamy uwagę na większy udział w indeksie Stoxx Europe 600 przedstawicieli sektora przetwórczego, czyli producentów dóbr konsumpcyjnych, trwałego użytku, dóbr wyższego rzędu oraz z segmentu surowcowego wliczając tu oprócz sektora wydobywczego (w tym paliwowego) również przemysł chemiczny i drzewny, i to właśnie w tych sektorach oczekiwana jest największa dynamika EPS. Uwzględniając prognozy odbudowy gospodarczej w Europie, ale również w innych miejscach globu, zaangażowanie w akcje europejskie wydaje się właściwe, niemniej podobnie jak dla akcji amerykańskich przyjmujemy nastawienie umiarkowanie negatywne (-1 w skali od -2 do +2).

Zwracamy tutaj również uwagę, że Europa jest silniej wyeksponowana na handel zagraniczny, co stwarza dodatkowe szanse przy ożywieniu również u głównych kontrahentów, czyli Stanów Zjednoczonych i Chin. Ponadto akcje europejskie mierzone prognozowanymi wskaźnikami ceny do zysku są „tańsze” od akcji amerykańskich, a będą z tym samym nastawieniem (umiarkowanie negatywne) do akcji amerykańskich tonują wysokie wyceny tych drugich. Akcje europejskie na przestrzeni ostatnich lat z reguły miały niższy współczynnik prognozowanego C/Z niż w USA, ale obecna różnica jest najwyższa na przestrzeni ostatnich lat. (mb)

Wskaźnik P/E' forward dla akcji europejskich i amerykańskich (w oparciu o prognozy na kolejne 12 mies.).



Źródło: Bloomberg

Japonia

Giełda japońska i jej główny indeks Nikkei 225 znalazły się w lutym najwyższym od 1990 r., kiedy na tamtejszym rynku rozpoczęła się trwająca blisko dwie dekady bessy. Maksymalny poziom odnotowano w trakcie sesji giełdowej dnia 16 lutego osiągając pułap 30456,70 pkt. Końcówka lutego i początek marca to jednak już korekta w ślad za głównym rynkiem akcji w USA.

Podobnie jak w USA, także w Japonii widać wyraźny wzrost rentowności (spadek cen obligacji), choć z niego innych poziomów. Przez ostatnie 5 lat rentowności japońskich 10-latek oscylowały w okolicach zera (krótkoterminowe stopy procentowe cały czas ujemne), w ślad za rynkami bazowymi. Na koniec lutego rentowność 10-letnich obligacji państwowych osiągnęły w trakcie sesji nienotowany od 2 lat poziom 0,174%. – początek marca przyniósł jednak korektę.

Jeśli chodzi o sytuację pandemiczną, w lutym kontynuowany był, zapoczątkowany w styczniu, dalszy spadek dynamiki nowych zachorowań na COVID-19, aż do poniżej 1000 przypadków dziennie, czyli najmniej od połowy listopada.

Jest to proporcjonalnie do 125 mln populacji bardzo mało, ale szpitale są wciąż obciążone, a liczba zgonów w związku z Covid-19 wręcz wzrosła (121 zgonów 10 lutego). W dużych miastach do 7 marca obowiązywać będzie jeszcze stan wyjątkowy. Japonia też dopiero niedawno

zatwierdziła szczepionkę firmy Pfizer i wdraża program szczepień, rozpoczynając od pracowników służby zdrowia.

Z czynników makro japońskiemu rynkowi akcji pomogły bardzo dobre dane. W ujęciu annualizowanym IV kwartał przyniósł wzrost japońskiego PKB aż o 12,7% po wzroście o 22,7% kwartał wcześniej i rekordowym tąpnięciu o 26,8% w kwartale II. Tym samym końcówka roku przyniosła kontynuację ożywienia gospodarczego z lat, mimo że Japonia także doświadczyła drugiej (a właściwie wręcz pierwszej) fazy ekspansji chińskiego wirusa. Co więcej, był to rezultat znacznie przewyższający oczekiwania większości ekonomistów, którzy szacowali annualizowany wzrost japońskiego PKB na 9,5%. Licząc „po europejsku” PKB Japonii był o 3,0% wyższy niż w kwartale poprzednim (k/k) oraz o 1,2% wyższy niż w IV kwartale 2019 roku (r/r). W całym 2020 roku Produkt Krajowy Brutto trzeciej gospodarki świata odnotował spadek aż o 4,8% r/r. To drugi najgorszy wynik od 2009 roku, kiedy to podczas recesji wywołanej kryzysem finansowym gospodarka Japonii skurczyła się o 5,7%.

Konsumpcja w czwartym kwartale wzrosła o 2,2 proc., inwestycje firm zwiększyły się o 4,5 proc., a eksport skoczył aż o 11,1 proc. Zdaniem ekspertów, dane za ostatni kwartał ubiegłego roku sugerują, że możliwe jest ożywienie w kształcie litery „V” dzięki silnemu popytowi zewnętrznemu, dynamicznym wzrostem nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw i bodźcami rządowymi, które napędzały wydatki konsumentów. Z kolei Japonia potrzebowała kilku lat, aby odzyskać podobny poziom PKB po recesji w latach 2008-2009, co pokazuje, jak różni się dynamika ożywienia gospodarczego, gdy nie ma kryzysu finansowego do przezwyciężenia. W lutym 2021 r. po raz pierwszy od 22 miesięcy odnotowano wzrost działalności japońskich fabryk. To w głównej mierze zasługa poprawy koniunktury na globalnym rynku, która przełożyła się na eksporterów z Kraju Kwitnącej Wiśni.

Wraz z końcem 2020 r. widać zakończenie odpływu aktywów zagranicznych z rynku japońskiego i wzrost zainteresowania tym rynkiem na świecie. Po zrównoważonym styczniu w pierwszej połowie lutego odnotowano napływ 1,7 mld USD do funduszy inwestujących w akcje japońskie. Jako główny powód podaje się wzrost pozytywnych zaskoczeń w wynikach spółek raportujących za ostatni kwartał (najwięcej od kilkunastu lat). Sektor finansowy, automotive i technologiczny są głównymi faworytami analityków na

2021 rok. Konsensus przewiduje, że dzięki wysokiej dźwigni operacyjnej i generowaniu ponad połowy przychodów za granicą, japońskie korporacje powinny być oczywistym graczem w globalnym ożywieniu. Wysoka dźwignia operacyjna korporacji japońskich oznacza, że zwiększone przychody ponad proporcjonalnie wpłyną na ich wyniki netto. (rk)

Rynki wschodzące (Emerging Markets – EM)

Dla rynków wschodzących luty nie był szczególnie udanym miesiącem. Co prawda dolarowy MSCI Emerging Markets zyskał 0,7%, lecz w stosunku do globalnych indeksów wynik był zauważalnie słabszy. Wśród EM najslabiej wypadły rynki Ameryki Łacińskiej, a najlepiej Indie – tamtejszy główny indeks Sensex po słabszym styczniu zyskał w lutym 6,1%, tym samym powrócił do wzrostowego trendu trwającego od kwietnia 2020 roku.

Temat pandemii Covid-19 nie przestaje oddziaływać na rynki wschodzące, co więcej, wokół szczepionek rozgrywa się prawdziwa gra polityczna. Pekin oferuje kredyt na zakup swoich szczepionek dla państw Ameryki Łacińskiej oraz dla krajów afrykańskich. Chińczycy sami nie wykorzystują swoich szczepionek do masowego szczepienia obywateli, a bardziej skłaniają się w kierunku tworzenia rezerw i wykorzystywania swojego produktu w celach dyplomatycznych. W ostatnich dniach nawet pojawił się wątek polsko-chiński – prezydent Chin Xi Jinping w rozmowie telefonicznej z prezydentem Andrzejem Dudą zadeklarował gotowość do dostarczenia szczepionki Polsce, pomimo, że nie została ona zaakceptowana przez Unię Europejską. Przy okazji rozmów podkreślono znaczenie strategicznego partnerstwa pomiędzy krajami, a więc poruszenie kwestii szczepionek wygląda na dodatkowy wymiar poszukiwania zacieśnienia relacji.

Z kolei 4 marca Europejska Agencja Leków (EMA) poinformowała, że rozpoczęła przyspieszoną ocenę rosyjskiej szczepionki – Sputnik V. Do tej pory na europejski rynek dopuszczono preparaty firm: Pfizera, Moderna i AstraZeneca, następna w kolejności prawdopodobnie będzie szczepionka Johnson & Johnson, ale kraje europejskie borykają się z mniejszymi od oczekiwanych dostaw. Gdyby rosyjski specyfik został pozytywnie oceniony pod względem skuteczności i bezpieczeństwa

przez EMA, byłby to nowy element w politycznych relacjach na linii USA – Rosja, które cały czas pozostają napięte, m.in. w związku z uwięzieniem Nawalnego i zablokowanym ukończeniu drugiej nitki gazociągu Nord Stream. Generalnie jednak rosyjska szczepionka ma szansę być sprzedawana przede wszystkim do biedniejszych krajów poza Europą (podobnie jak chińska). Wartość rynku szczepionek na Covid-19 szacuje się rocznie na ponad 100 mld USD, więc zarówno Rosja, jak i Chiny zabiegają o jak największy kawałek tego globalnego tortu.

Sytuacja pandemiczna w głównych gospodarkach wschodzących wygląda na stabilną – w Chinach krzywa zachorowań bez zmian pozostaje płaska, a dzienna liczba raportowanych przypadków nie przekracza kilkudziesięciu. Około kilkunastu tysięcy przypadków zachorowań odnotowują Indie. Od połowy lutego obserwowana jest w tym względzie lekka tendencja wzrostowa, po trwającym od września silnym trendzie spadkowym. W Rosji i Meksyku sytuacja z dnia na dzień ulega polepszeniu, odmiennie natomiast w Brazylii, gdzie padają właśnie nowe rekordy zdiagnozowanych przypadków, a 7-dniowa średnia systematycznie wzrasta przekraczając już 50 tys.

Z pozostałych tematów – konflikt Chin z USA w rywalizacji o globalną dominację nie wygasa. Wobec administracji Joe Bidena można było spodziewać się dążenia do deeskalacji napięć z Chinami, jednak walka o pozycję światowego lidera nie pozwala żadnej ze stron ustąpić. Pomimo dążenia do „resetu stosunków”, do którego wezwał w ubiegłym miesiącu chiński minister spraw zagranicznych Wang Yi, konflikt interesów powodować będzie nieustające napięcia. Joe Biden w pierwszych dniach prezydentury w reakcji na „agresywne działania Chin wobec Tajwanu” zareagował bezzwłocznie. Amerykańska strona wysłała okręt na Morze Południowochińskie, powtórzyła swoje gwarancje i zapewniła solidarność z innymi sojusznikami w regionie Indo-Pacyfiku w obliczu wzrostu aktywności wojskowej Państwa Środka. Natomiast zauważalne są sygnały stopniowego wygasania konfliktu militarnego pomiędzy Chinami a Indiami – oba kraje wycofały część swoich wojsk i wznowiły rozmowy.

Z ciekawszych wydarzeń ze spółek, w lutym przeszło 20%-ową przecenę odnotował koncern naftowy Petrobras (jedna z największych brazylijskich spółek). Duże spadki związane były z usunięciem prezesa spółki przez prezydenta Brazylii Jaira Bolsonaro, które pociągnęło za sobą rezygnacje także 5 pozostałych członków zarządu.

Przyczyną dymisji prezesa miały być podwyżki cen paliw, konieczne dla odzyskania przez firmę rentowności – wcześniej przez rządowe naciski na obniżanie cen spółka wykazywała ogromne straty. Ingerencja prezydenta wynikała m.in. z rosnących napięć wśród przewoźników, gdyż w Brazylii przeszło 60% przewozów ładunków ma miejsce za pośrednictwem ciężarówek, a ostatni strajk kierowców z 2018 roku kosztował gospodarkę nawet 1,2% PKB. Luzowanie napięć wśród przewoźników jest kluczowe, chociażby ze względu na to, że potencjalny strajk zablokowałby przewóz szczepionek. Spadki brazylijskiego indeksu powiązane są z obawami inwestorów, zwłaszcza zagranicznych, o nadmierne ingerencje brazylijskiego rządu w funkcjonowanie największych spółek i wykorzystywanie ich w celu łatania społecznych napięć kosztem obniżania ich rentowności.

Z kolei Chiny, państwo odpowiedzialne za 30% światowej emisji CO₂, ogłosiły ambitny plan osiągnięcia neutralności węglowej do 2060 roku – oznacza to przyspieszone inwestycje, które wymagać będą około 16 bilionów dolarów kapitału, i stworzą 40 milionów nowych miejsc pracy. W związku z intensywną rewolucją wzrosło zapotrzebowanie na niezbędne surowce, w tym miedź – zwiększone rekordowe zakupy wspomnianego surowca zauważalne były już w II połowie 2020 r. Miedź odegra również znaczącą rolę w rozwoju elektro-mobilności. W bieżącym roku startuje nowy 5-letni chiński plan, w którym zielona transformacja znalazła swoje istotne miejsce. Docelowo za 40 lat większość energii pochodzić będzie z elektrowni słonecznych, wiatrowych i wodnych, częściowo również z jądrowych. Z pewnością transformacja gospodarki tworzy podatny grunt dla dynamicznego rozwoju przedsiębiorstw, jednak o tym trendzie wiadomo nie od dzisiaj i wiele wycen spółek już dziś dyskontuje przyszły niepewny sukces.

Patrząc na akcje rynków wschodzących całościowo, wciąż są one atrakcyjnie wyceniane w stosunku do rynków rozwiniętych i oferują naszym zdaniem atrakcyjniejszy profil ryzyko-zysk. (ad)

Polska

Na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych luty był słabszy w wykonaniu dużych spółek, które nie pozwoliły indeksowi szerokiego rynku WIG na pokonanie tegorocznych szczytów. Słabsze zachowanie rodzimego

parkietu było widoczne szczególnie w odniesieniu do rynków zagranicznych. Wypracowane dodatnie stopy zwrotu z pierwszej połowy miesiąca zniwelowały informacje związane z korektą na globalnym rynku obligacji. Co warto podkreślić, nadal silnie zachowują się małe i średnie spółki, które rosły czwarty miesiąc z rzędu i są jednym z najlepszych indeksów na świecie od początku tego roku. Wśród sektorów na wyróżnienie zasługuje: WIG-Banki +9,6% (pozytywne wyniki finansowe za ostatni kwartał ubiegłego roku a z drugiej strony 25 marca ma się wyjaśnić kwestia kredytów denominowanych we frankach, co potencjalnie może zdjąć ryzyko niepewności w tym sektorze i zostać pozytywnie odebrane przez inwestorów) oraz WIG-Leki +10,8%. Na indeksie WIG-Games, po wielomiesięcznej hossie, luty był drugim z rzędu miesiącem spadków i to dość znacznych, bo o 6,2%, co zostawia na tym indeksie rysę, która może stać się pretekstem do zmiany nastawienia inwestorów do tego sektora (niepewna sytuacja CD-Projekt, nieudany debiut Huuuge).

Ostatnie debiuty na GPW przyzwycały inwestorów do szybkich zysków jednak nie tym razem. Debiut Huuuge Games był jednym z najsłabszych w ostatnich 5 latach. Spółka kończy miesiąc „pod kreską” bliską -20% co jest ogromnym rozczarowaniem wśród inwestorów indywidualnych, którzy liczyli na szybkie zyski (BM Alior nie brał udziału w konsorcjum sprzedażowym w ofercie pierwotnej). Po wyraźnie zyskowej stronie rynku znalazł się kurs Alior Banku, który dobrymi wynikami przekroczył oczekiwania analityków i stał się liderem wzrostów wśród dużych spółek.

Na tle całego świata atrakcyjność polskich akcji wspierana jest niższymi wycenami, zwłaszcza na tle tych z rynków rozwiniętych. Zerowe stopy procentowe i mało atrakcyjna oferta depozytowa przekładają się wzrost napływów gotówki na polski rynek akcji. Z danych opublikowanych przez KNF wynika, że na koniec 2020 roku na rachunkach maklerskich zgromadzonych było 133,85 mld zł wobec 68,08 mld zł rok wcześniej. Duża w tym zasługa debiutu Allegro, który przyciągnął inwestorów, ale popyt utrzymuje się również ze strony polskich funduszy uniwersalnych oraz Pracowniczych Programów Emerytalnych. Szacujemy, że ze wzrostu o 65,79 mld zł ponad połowa mogła zostać wygenerowana przez inwestorów indywidualnych, co tylko potwierdza ich powrót na rynek i jest pozytywnym sygnałem na przyszłość. Na depozytach w gospodarstwach

domowych leży kwota blisko 1 biliona złotych. To tylko kwestia czasu, ile tych środków trafi na GPW, 1% to 10 mld zł a 2% to już 20 mld zł...

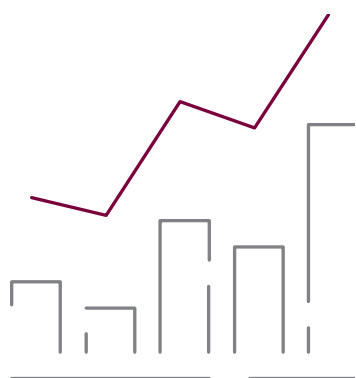
Dla polskiego rynku jako całości podtrzymujemy neutralne nastawienie. Z jednej strony nastroje inwestorów są umiarkowane a wyceny wielu spółek nadal na niskim poziomie, z drugiej widmo globalnej korekty na rynku akcji i obligacji nie pozostaje bez wpływu na nasz rynek, natomiast skala ewentualnego odzwierciedlenia tej korekty będzie miała wpływ na ewentualne podniesienie nastawienia w przyszłości. Perspektywa niskich stóp

procentowych do 2022 roku albo i dłużej, a co za tym idzie niskie oprocentowanie lokat bankowych powinno skłaniać inwestorów w dłuższym terminie do podejmowania ryzyka czego efektem jest ciągły wzrost nowo otwieranych rachunków maklerskich oraz wzrost obrotów (w lutym akcjami o ponad 60% r/r).

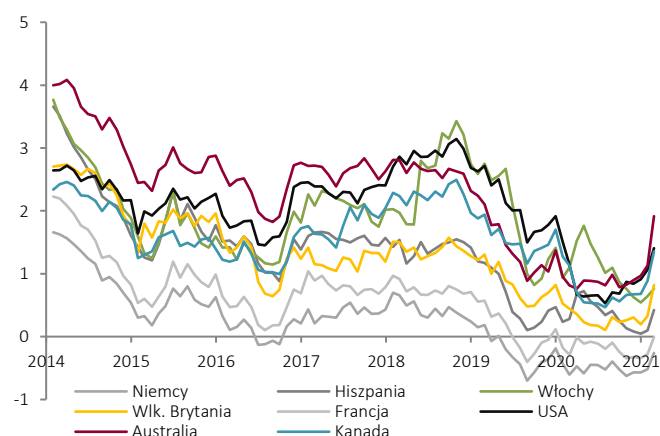
Czynnikami wspierającym notowania polskich spółek powinno być odbicie ich zysków (szybsze w spółkach największych). Konsensus zakłada w tym roku pełny powrót do wartości z 2019 roku, co byłoby zbieżne z konsensusem prognoz PKB. (bz)

Obligacje

Do najważniejszych wydarzeń na rynku obligacji w lutym na pewno należy zaliczyć przyśpieszenie wzrostu rentowności 10-letnich krajów DM (mocniejsze w krajach anglosaskich, aniżeli europejskich), na czele z obligacjami USA (4 marca ponad roczny rekord na poziomie 1,56%). 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.



Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych wybranych krajów DM



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

Najmocniej od wielu miesięcy stracił też benchmark dla polskich obligacji skarbowych (w lutym aż 1,3 proc.), a rentowność polskich 10-latek 5 marca przekroczyła 1,6 proc. – najwyższy poziom od kwietnia ubiegłego roku. Na krajowym rynku pierwotnym nadal utrzymuje się 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 Polskiego Funduszu Rozwoju i BGK, oferujące tzw. „koronaobligacje”, czyli obligacje z gwarancją Skarbu Państwa na cele związane z finansowaniem „tarcz antykrzysowych”. Rentowność tychże z reguły jest o ok. 0,5 pkt. proc. wyższa aniżeli analogicznych obligacji skarbowych ze względu na

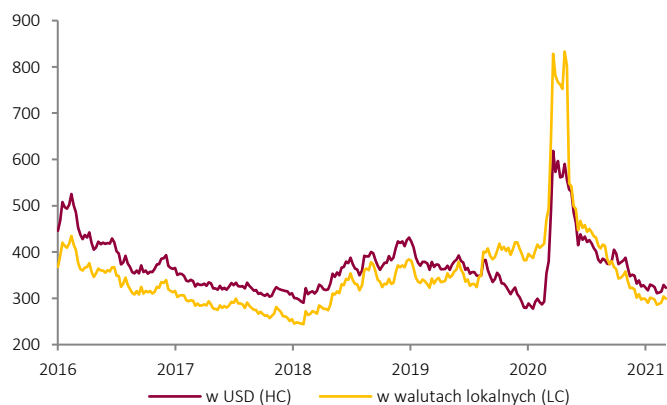
mniejsze zainteresowanie ich kupnem przez banki komercyjne.

Rezultatem wzrostu rentowności długoterminowych polskich obligacji skarbowych są najwyższa od kilku lat premia terminowa (krótkoterminowe stopa referencyjna kontrolowana przez NBP to raptem 0,1 proc. i rentowności na tym poziomie nie przekraczają obligacje skarbowe o terminie do wykupu do 2 lat).

Dług EM

Wzrost skali niepewności związany z rentownościami obligacji skarbowych na rynkach EM, o obliczu niskich na tle ostatnich 5 lat premii na rynkach obligacji skarbowych EM, zwłaszcza w walutach lokalnych, skłonił nas do obniżenia nastawienia do tej klasy aktywów z dotychczasowego neutralnego do umiarkowanie pozytywnego. Potencjalny wzrost inflacji nie pozostawi zbyt wiele pola manewru na dalsze obniżki stóp procentowych bankom centralnym EM, a impuls wyprzedzowy z rynków DM, może na EM dotrzeć z pewnym opóźnieniem.

Premie w rentownościach na rynkach obligacji EM



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg

High Yield

Luty był kolejnym bardzo dobrym miesiącem dla obligacji wysokiej stopy zwrotu (High yield – HY). Był to w zasadzie jedyny segment obligacji, który nie stracił na wartości. Benchmark dla obligacji HY w USD zyskał w lutym 0,4 %, a europejskich HY 0,8 %, co wygląda szczególnie dobrze na

tle często porównywanych obligacji skarbowych rynków wschodzących (-1,5 % w walucie lokalnej i aż -2,7 % w USD). Podobnie jak w styczniu, także w lutym inwestorzy zwracali większą uwagę na ryzyko stopy procentowej w obawie przed wzrostem inflacji niż ryzyko upadłości emitenta. Mimo nieznacznego wzrostu wskaźnika *duration* (miary wrażliwości ceny na wzrost rynkowych stóp procentowych) w lutym z 3,44 do 3,5 roku (średnio dla obu klas), wciąż mają ten wskaźnik dużo niższy niż obligacje skarbowe czy te o ratingu inwestycyjnym (około 7-10 lat).

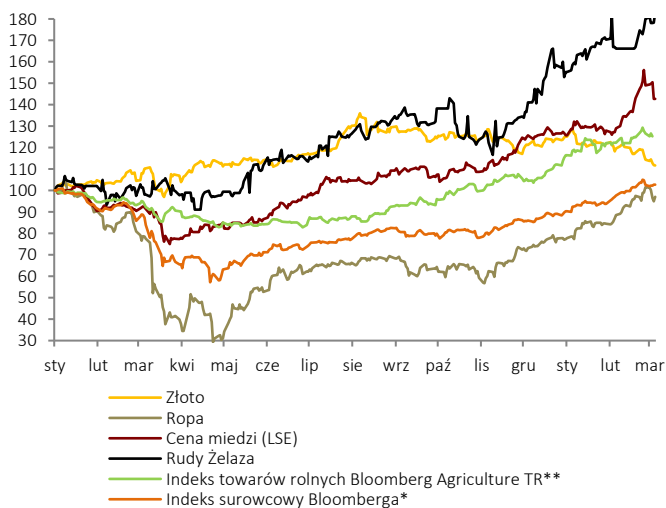
Korzystnie na wyceny obligacji w tym segmencie wpływa niski odsetek niewypłacalności emitentów (znacznie niższy niż wynikałoby to z momentu cyklu gospodarczego i odniesienia do analogii historycznych). Z zebranych danych agencji ratingowej Moody's wynika, że w styczniu były tylko 3 takie przypadki w porównaniu do 15 zarówno w listopadzie jak i w grudniu, przy czym wśród tych 3 niewypłacalności 2 były w USA i żadnej w Europie, co jest efektem średnio lepszego standingu finansowego emitentów europejskich aniżeli amerykańskich i ten region m. in. z tego powodu preferujemy. Niska ilość niewypłacalności wynika z programów pomocowych rządów, które starają się chronić miejsca pracy. Analizując scenariusze dla kształtowania się wskaźnik niewypłacalności (*default rate*), to w scenariuszu bazowym do końca roku dążyć on powinien do wieloletniej średniej w okolicach 4,3 %, co byłoby dla sektora wspierające. Jednakże w przypadku scenariusza pesymistycznego (problemy ze szczepieniami, kolejna fala zachorowań i zamykanie gospodarek) wskaźnik ten może dojść, jak się szacuje, do blisko 12%. W ostatnich tygodniach wzrosła liczba pozytywnych zmian ratingów spółek (60 % zmian to wzrost ratingu).

Mimo wielu pozytywnych informacji z rynku obligacji HY, pamiętamy również o głównym ryzyku, jakim jest spora korelacja z rynkiem akcji (USD HY wysoce skorelowane z indeksem Russel 2000), przez co korekta na rynku akcji pociąga za sobą korektę na rynku HY, przez co nasze całościowe nastawienie do rynku HY na tę chwilę pozostaje umiarkowanie negatywne. (ml)

Surowce

Luty był kolejnym z rzędu miesiącem wzrostów na rynku surowców. Podobnie jak w styczniu drożały surowce energetyczne i większość metali przemysłowych. Nieco słabiej zachowywały się ceny głównych upraw, które nie były w stanie kontynuować wzrostów w tempie z ostatnich miesięcy. Kiepski wynik zanotowali ponownie inwestorzy na rynku złota, którego cena spadała w obliczu rosnących rentowności obligacji długoterminowych. Ostatecznie Bloomberg Commodity Index, obrazujący zbiorczo kondycję rynku surowcowego, urosł o 6,8%.

Notowania cen surowców (2020.01.01=100)



Źródło: Bloomberg

* 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

Ograniczenia związane z pandemią w znacznie większym stopniu dotknęły usługi niż produkcję, która po chwilowych przestojach nadal zgłaszała przyzwoite zapotrzebowanie na surowce. Równocześnie w ostatnich tygodniach pojawiły się problemy z transportem i logistyką, które dodatkowo stymulowały ceny. Stawki frachtu na wielu trasach wzrosły do rekordowych poziomów. Co więcej, oczekiwane zmniejszenie popytu

surowcowego z Chin (kraju konsumującego najwięcej niemalże wszystkich surowców za wyjątkiem ropy), które wiązano z obchodami Chińskiego Nowego Roku i wynikającymi z niego przestojami produkcyjnymi, w zasadzie nie nastąpiło.

Zalany „tanim pieniądzem” rynek szuka z jednej strony zabezpieczenia przed przyszłą inflacją, a z drugiej okazji inwestycyjnych. Popyt inwestycyjny próbuje zająć pozycje na surowcach energetycznych, metalach czy towarach rolnych zanim na skutek znoszenia blokad i wdrażania kolejnych bodźców fiskalnych, globalna gospodarka „ruszy z kopyta”. Aktywność gospodarcza we wszystkich liczących się krajach poza Chinami jest nadal poniżej poziomów sprzed roku. Inwestorzy spekulacyjny doskonale to wiedzą i nie dziwi, że próbują na tym zarobić.

Wiele o stanie rynku mówią także waluty krajów postrzeganych jako surowcowe. Przykładem może być dolar australijski, który w ostatnich tygodniach ewidentnie złamał wieloletni trend, w ramach którego osłabiał się do dolara amerykańskiego.

Spora aktywność kapitału czysto inwestycyjnego/spekulacyjnego, który po tak silnym ruchu wzrostowym może mieć skłonność do zabezpieczenia „papierowych zysków”, może stać się przyczyną bardzo dynamicznych korekt. Również „otoczenie” może sprzyjać zniwelowaniu części ostatnich dynamicznych wzrostów. Ujemnie skorelowany z surowcami dolar amerykański, na przełomie lutego i marca zaczął wykazywać ewidentne oznaki siły. Równocześnie rosnące rentowności amerykańskiego długu, z czasem stanowić mogą skuteczny magnes wysysający pieniądze inwestorów z innych rynków, w tym rynku surowcowego.

Niemniej na tę chwilę ekspozycje na aktywa surowcowe, zwłaszcza na ceny surowców, uważamy za potrzebną część portfeli o długoterminowym horyzoncie inwestycyjnym.

Ropa

Luty przyniósł kontynuację silnego trendu wzrostowego na ropie, której cena rośnie nieprzerwanie od początku listopada. Cena ropy WTI wzrosła o 17,8% (osiągając na koniec miesiąca 61,5 USD), a cena Ropy Brent o 17,2% (64,4 USD).

Stabilny popyt i trzymane w ryzach przez OPEC+ wydobywcę, póki co skutecznie uniemożliwiły jakąkolwiek korektę cenową. Dodatkowym elementem, który wpłynął stymulująco na wzrost cen, a był niespodziewany atak srogiej zimy w USA. W dużej mierze dotknął on pustynnego Teksasu, odpowiadającego za większość produkcji ropy i destylatów w USA (4,6 mln baryłek dziennie i 31 rafinerii), paraliżując na wiele dni wydobywcę i produkcję. Dodatkowych obaw dostarczyła niestabilna sytuacja na Półwyspie Arabskim (konflikt w Jemenie), a normalizacja stosunków USA z Iranem pozostaje nadal „pieśnią przyszłości”.

W sytuacji stosunkowo stabilnego i potencjalnie rosnącego globalnego popytu, niezmiennie najistotniejszym czynnikiem cenotwórczym jest poziom dostaw ze strony OPEC+. Dotychczasowe ograniczenia, zarówno całego kartelu, jak i indywidualne samoograniczenie się Saudyjczyków (o 1 mln baryłek dziennie) miały obowiązywać do końca marca. Decyzje dotyczące wydobywcę w kolejnych miesiącach miały zostać podjęte na szczycie rozpoczynającym się 4 marca. Większość obserwatorów rynku zakładała niewielkie zwiększenie poziomu dostaw w okolicach 1 miliona baryłek dziennie (wg szacunków Goldman Sachs 0,5 mln baryłek, przy równoczesnej rezygnacji Arabii Saudyjskiej z samoograniczenia i przy prognozie wzrostu globalnego popytu do końca kwietnia o 2,4 mln baryłek dziennie), co oznaczało, że na rynku nadal miał mieć miejsce deficyt zaspokajany z uszczuplanych zapasów). Ostateczna decyzja kartelu mocno zaskoczyła więc rynki. OPEC+ utrzymał niemal wszystkie dotychczasowe ograniczenia (łącznie z jednostronnym cięciem dostaw przez Arabią Saudyjską o 1 mln baryłek miesięcznie) symbolicznie jedynie produkcję podnieść mają Rosja i Kazachstan. Efektem tego są nowe szczyty cenowe w pierwszym tygodniu marca.

Warto jeszcze nadmienić, że w konsekwencji dużej dyscypliny OPEC+ w przestrzeganiu limitów wydobywcę,

monitorowane globalne zapasy ropy i gotowych produktów w ostatnich kilku miesiącach systematycznie spadały i obecnie są poziomem z kwietnia 2020 r. (ok. 600 mln baryłek) i stanowią połowę stanu rekordowego, zanotowanego w połowie zeszłego roku.

Jako ciekawostkę przytoczyć warto dane IHS Markit, dotyczące przechowywania ropy w zacumowanych tankowcach, stanowiących swego rodzaju rezerwowe magazyny ropy w nadzwyczajnych sytuacjach. W maju zeszłego roku ropy przechowywanej tak powyżej 10 dni, było 84 mln baryłek, pod koniec lutego zaledwie 19,2 mln. W tym samym czasie średni koszt wynajęcia tankowca „na dobę” spadł ze 100 tys. USD do 10 tys. Również Vortexa potwierdziła najniższy poziom zapasów na morzu od 11 miesięcy.

Kontynuując temat wydobywcę ropy w Stanach, będących największym poza OPEC+ producentem na świecie, warto odnieść się do prognoz dotyczących wydobywcę w najbliższym czasie. Miesiąc temu Departament Energii USA szacował, że w marcu produkcja ropy naftowej z łupków spadnie w kraju o 78 tys. baryłek dziennie, do poziomu 7,5 mln baryłek. Równocześnie z początkiem lutego pojawiły się prognozy OPEC, mówiące o spadku produkcji dziennej w Stanach o 140 tysięcy baryłek i docelowym wydobywcę ropy łupkowej na poziomie 7,16 mln baryłek dziennie na koniec bieżącego roku. Co istotne szacunki nie uwzględniały jeszcze sytuacji pogodowej w Teksasie.

Warto nadmienić, że pomimo rosnących cen i spadającej produkcji, w amerykańskim sektorze naftowym nie widać oznak ożywienia inwestycyjnego. Wzrost niepewności co do otoczenia prawno-regulacyjnego, po zmianie na fotelu prezydenta w USA, skutecznie zniechęca firmy do inwestycji. Nowa administracja od pierwszych dni mnoży regulacyjne ograniczenia dla branży (moratoria na wiercenia, anulowanie pozwoleń ekologicznych), a dodatkowo w najbliższych latach branża paliw kopalnych będzie miała problemy finansowaniem projektów. Przepisy dotyczące ESG i ochrony środowiska zwiększą koszty kapitału i wymagane przez akcjonariuszy stopy zwrotu. Nic więc dziwnego, że spółki wydobywcę koncentrują się obecnie z ograniczaniu zadłużenia i zwiększaniu bieżącego *cashflow* dla akcjonariuszy.

W tym tonie wypowiada się większość przedstawicieli sektora, jak na przykład Doug Lawer, prezes Chesapeake

Energy Corp., jednej z największych firm łąpkowych w USA. Mówi on wręcz o „nowej erze w łąpkach wymagającej nowego sposobu myślenia”. W równie trudnej sytuacji są także tradycyjne firmy wydobywcze jak np. Exxon czy Chevron które miniony rok skończyły z wynikami „pod kreską” (o czym pisaliśmy m.in. w ubiegłym miesiącu). Podejmowanie decyzji inwestycyjnych utrudnia dodatkowo fakt, że rynek pozostaje w stanie *backwardation* (będącym przeciwieństwem *contango*). Oznacza to sytuację, w której krzywa terminowa cen ropy jest odwrócona, czyli ceny dzisiejsze (spotowe) są wyższe od cen przyszłych (terminowych), wyrażonych w kontraktach. Odzwierciedla to obawy rynku o presję na ceny w przyszłości, w sytuacji, kiedy OPEC przestałby sztucznie ograniczać podaż lub na rynek wróciłaby ropa z Iranu. Uczestnicy rynku doskonale zdają sobie sprawę z faktu, iż to wysokie ceny ropy spowodowały rewolucję łąpkową w USA. Z kolei podaż ropy łąpkowej ze Stanów była jedną z przyczyn zawiązania się OPEC+. Zwiększenie udziałów procentowych w rynku jest jednym z głównych celów krajów takich jak Arabia Saudyjska czy Rosja. As w rękawie w postaci możliwości skokowego wzrostu podaży surowca w niemal dowolnym momencie, skutecznie zniechęca ich konkurentów do rozpoczynania nowych projektów.

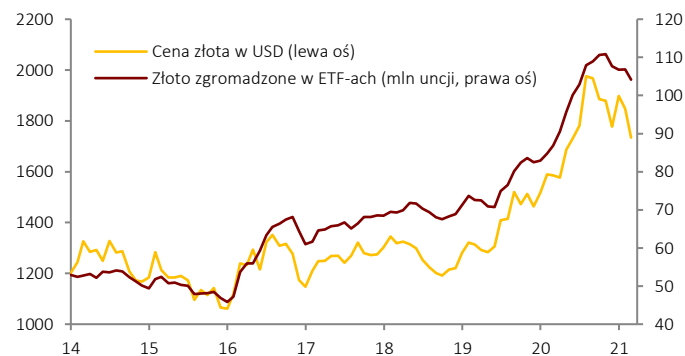
Podsumowując, rynek ropy wygląda stabilnie a OPEC pewnie trzyma stery rynku. Jeśli nie nastąpi jakiś dramatyczny zwrot w obecnej pandemicznej rzeczywistości, fundamenty wzrostu cen pozostaną nienaruszone.

Złoto

Królewski kruszec w lutym kontynuował spadki, tracąc na wartości w USD ponad 7%. Drugi miesiąc z rzędu nieco lepiej zachowało się srebro, jednak i ono straciło na wartości – o 2%. Rynek pozostawał pod silną presją rosnących rentowności obligacji, stanowiących konkurencję dla złota (rentowność amerykańskich papierów 10-letnich przekroczyła pod koniec miesiąca 1,5%). Równocześnie uczestnicy rynku preferowali inwestycje dające ekspozycje na przyszły wzrost gospodarczy, jak akcje, surowce energetyczne, czy metale przemysłowe. Spowodowało to kontynuację odpływu kapitału z rynku złota, z którym mamy do czynienia już od listopada (szczególnie w sektorze ETF-ów na żółty metal). Według informacji agencji Reuters, w tygodniu

zakończonym 10 lutego fundusze oparte o złoto i srebro, zanotowały największe odpływy kapitału od trzech miesięcy. Dodatkowo nieznacznie umacniający, się dolar wywierał dodatkową presję na rynek.

Cena złota oraz złoto fizyczne zgromadzone w ETF-ach



Źródło: Bloomberg

W najbliższym czasie inwestycje na rynku złota nie muszą być jednak skazane na niepowodzenie. Jeżeli ze strony FED-u pojawią się jakieś działania, a nawet tylko deklaracje dotyczące trzymania w ryzach rentowności na rynku obligacji, ruch wzrostowy na kruszcu będzie niemal pewny. Mowa tutaj o działaniach takich jak zwiększony skup obligacji, czy też w skrajnym przypadku nawet kontrola krzywej rentowności i być może wynikające z tego, mniej lub bardziej twarde określenie „dopuszczalnego” oprocentowania w poszczególnych obszarach rynku długu. Jednak czy amerykański bank centralny posunie się do tego typu działań? Jedno jest pewne, administracji amerykańskiej trudno będzie akceptować rentowność dziesięciolatek na poziomie 2% czy więcej, szczególnie w sytuacji, kiedy rząd amerykański zamierza w najbliższym czasie pożyczyć z rynku zawrotną kwotę kilku bilionów dolarów. Wzrost rentowności obligacji skarbowych pociąga poprzez mechanizm premii kredytowych za sobą wzrost kosztów finansowania w sektorze przedsiębiorstw. Jeśli sytuacja wymknęłaby się spod kontroli, mogłoby się to skończyć falą masowych bankructw, a ze względu na implikacje dla wzrostu gospodarczego, administracja USA nie może sobie na to pozwolić.

Ponadto rynek nadal oczekuje na finalizację programu stymulacyjnego, który mógłby w przyszłości powodować wzrost cen w gospodarce i przyczyniałby się do słabości dolara. Jeśli więc mamy dużą tolerancję dla wzrostu inflacji i determinację w utrzymywaniu rentowności długu na niskim poziomie, trudno sobie wyobrazić, aby powróciła

sytuacja towarzysząca bessie na rynku złota w latach w latach 2013-2015, jaką były dodatnie realne (po uwzględnieniu inflacji) stopy procentowe w Ameryce.

Kwestią istotną dla rynku będzie także ewentualny powrót popytu prywatnego i rządowego na metal fizyczny ze strony Chin, Indii czy krajów produkujących ropę, które w dużej mierze były nieobecne na rynku w zeszłym roku. Normalizacja sytuacji pandemicznej i efekt globalnego bogactwa powinny wesprzeć zakupy z tych źródeł.

Krótkoterminowo jednak możemy spodziewać się dużej nerwowości rynku, a sytuacja techniczna kursu nie wygląda korzystnie. Jako ciekawostkę warto przytoczyć informację z ostatniego raportu SEC, z której wynika, że Warren Buffet (a w zasadzie jego firma Berkshire Hathaway) sprzedał w IV kw. ub. r. akcje jednej z bardziej znanych spółki trudniącej się wydobyciem złota - Barrick Gold. Akcje kupował zaledwie dwa kwartały wcześniej. Dziś deklaruje, że stawia na solidne ożywienie gospodarcze i widzi większy potencjał w cyklicznych sektorach gospodarki.

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%), ceny utrzymują się na wysokim poziomie, co odzwierciedla strukturę popytu rynkowego, totalnie zdominowanego przez znajdujące się w dobrej kondycji 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 metali przemysłowej 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 oraz długoletnie cykle inwestycyjne w branży, co sprzyja dynamicznym trendom.

Towary rolne

Ceny głównych towarów rolnych zachowywały się w lutym dość stabilnie. Po tym jak na przełomie roku zaliczyły solidny rajd wzrostowy, w poprzednim miesiącu praktycznie nie zmieniły się ceny pszenicy i kukurydzy. Wzrosły za to ceny soi (+3,9%), które pozostawały wcześniej nieco w tyle za resztą.

Rynek od dłuższego czasu zmagają się ze zwiększonym popytem z Chin z jednej strony, a zmniejszoną z powodu niekorzystnej pogody podażą. Dla przykładu Amerykański Departament Rolnictwa szacuje, że Chiny zaimportują 17,5 mln ton kukurydzy w 2021 roku, w porównaniu z 7,6 mln ton w 2020 roku. Nowym elementem w handlu międzynarodowym, jaki pojawił się na przełomie roku, są działania mające 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.

W lutym można było obserwować pierwsze efekty reakcji producentów na wyższe ceny, przejawiające się zwiększonym arealem zasiewów najbardziej droższych upraw ozimych. Departament Rolnictwa Stanów Zjednoczonych (USDA), przewiduje także istotny wzrost arealów upraw kukurydzy i soi w najbliższym roku. Równocześnie jednak atak arktycznej zimy spowodował

obawy o stan upraw zimujących. Według Commodity Weather Group między 10 a 15% upraw pszenicy w USA było zagrożonych zniszczeniem przez mróz.

W ubiegłym miesiącu zwracaliśmy uwagę na presję polityki ekologicznej (na kompleksy producentów rolniczych), która może stanowić istotny czynnik cenotwórczy w najbliższym czasie (dla towarów rolnych). Coraz więcej firm zaczyna wdrażać wymogi ESG. 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. W tym kontekście warto przypomnieć, że produkcja nawozów jest wyjątkowo energochłonna, a potas, fosfor czy azot używany w rolnictwie, ma istotny wpływ na ekosystemy. Presja lobby ekologicznego, które ze szczególną zaciętością atakuje obecnie produkcję nawozów azotowych, zapewne odbije się na cenach towarów rolnych w najbliższej przyszłości.

Indeks cen żywności FAO – Organizacji Narodów Zjednoczonych ds. Wyżywienia i Rolnictwa



Źródło: Bloomberg

Na koniec warto jeszcze wspomnieć, że wysokie ceny żywności, które w krajach bogatych postrzegane są co najwyżej jako uciążliwa niedogodność, stanowią bardzo duży problem w krajach o niskim dochodzie (uzależnionych od ich eksportu) i mogą stanowić podłoże do destabilizacji społecznej i politycznej. W związku z czym aktualnie unikamy m.in. akcji z tzw. rynków „frontierowych”. (bn)

Stopy zwrotu z wybranych indeksów i klas aktywów

AKCJE - regiony	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ALL Countries	USD	2,2%	6,3%	12,4%	28,2%	26,8%	76,8%
MSCI World	USD	2,5%	5,6%	11,1%	27,4%	28,7%	76,3%
MSCI Emerging Markets	USD	0,7%	11,1%	21,6%	33,2%	12,1%	80,9%
MSCI EM Asia	USD	0,9%	12,4%	23,1%	42,9%	25,2%	103,3%
MSCI EM Latin America	USD	-3,1%	0,8%	14,4%	-8,2%	-27,8%	22,7%
MSCI EM Europe	USD	1,5%	8,8%	9,6%	1,8%	-9,8%	47,5%
MSCI Poland	USD	-2,4%	3,2%	1,1%	0,7%	-26,3%	-5,0%
MSCI Frontier Markets	USD	0,1%	6,0%	12,0%	4,2%	-13,4%	17,7%
S&P500 - USA	USD	2,6%	5,2%	8,9%	29,0%	40,4%	97,2%
Russell 2000	USD	6,1%	20,9%	40,9%	49,1%	45,5%	112,9%
MSCI Europe	EUR	2,4%	3,9%	10,6%	6,7%	4,8%	19,3%
StoxxEurope600 - Europa	EUR	2,3%	4,0%	10,5%	7,8%	6,7%	21,3%
DAX - Niemcy	EUR	2,6%	3,7%	6,5%	15,9%	10,9%	45,2%
CAC40 - Francja	EUR	5,6%	3,3%	15,3%	7,4%	7,2%	31,0%
IBEX35 - Hiszpania	EUR	6,0%	1,8%	18,0%	-5,7%	-16,4%	-2,8%
FTSE-MIB (Włochy)	EUR	5,9%	3,6%	16,4%	3,9%	1,1%	29,7%
FTSE100 - Wlk. Brytania	GBP	1,2%	3,5%	8,7%	-1,5%	-10,3%	6,3%
FTSE Nordic 30	SEK	0,8%	2,0%	8,2%	16,6%	24,9%	41,2%
Nikkei - Japonia	JPY	4,7%	9,6%	25,2%	37,0%	31,3%	80,7%
MSCI China	HKD	-1,0%	9,2%	14,8%	40,1%	22,6%	127,4%
Hang Seng - Hongkong	HKD	2,5%	10,0%	15,1%	10,9%	-6,0%	51,6%
Kospi - Korea Pld.	KRW	1,2%	16,3%	29,5%	51,6%	24,1%	57,2%
SENSEX - Indie	INR	6,1%	11,2%	27,1%	28,2%	43,6%	113,5%
XU100 - Turcja	TRY	-0,1%	14,6%	36,4%	38,8%	23,7%	94,1%
RTS- Rosja	USD	3,2%	10,1%	12,2%	8,6%	9,8%	83,7%
BOVESPA - Brazylia	BRL	-4,4%	1,0%	10,7%	5,6%	28,9%	157,1%
WIG	PLN	0,0%	8,2%	10,3%	15,6%	-7,7%	25,4%
AKCJE - segmenty	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI ACWI Small Cap	USD	5,0%	14,7%	28,9%	38,9%	27,1%	82,9%
MSCI ACWI Large Cap	USD	2,0%	5,9%	11,0%	27,7%	27,6%	78,1%
WIG20	PLN	-2,1%	4,2%	5,9%	7,8%	-19,3%	4,6%
WIG20 total return	PLN	-2,1%	4,2%	6,2%	8,5%	-14,4%	16,6%
mWIG40	PLN	5,0%	15,5%	16,2%	20,2%	-8,8%	24,1%
sWIG80	PLN	3,8%	18,0%	19,1%	50,8%	20,1%	37,6%
AKCJE - sektory	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Healthcare	USD	-2,8%	1,1%	3,1%	19,9%	33,8%	60,9%
MSCI World Energy	USD	15,0%	22,4%	27,2%	-0,1%	-26,5%	-10,9%
MSCI World Financials	USD	9,9%	13,5%	25,7%	17,3%	-0,6%	53,2%
MSCI World Metals&Mining	USD	8,3%	19,1%	19,9%	58,1%	24,1%	134,2%
MSCI World Industrials	USD	4,4%	3,9%	15,9%	24,7%	17,3%	67,7%
MSCI World Consumer Discretionary	USD	0,7%	5,5%	11,9%	48,6%	51,3%	109,9%
MSCI World Consumer Staples	USD	-2,7%	-4,7%	-2,9%	7,9%	9,8%	19,6%
MSCI World IT	USD	1,1%	6,2%	8,1%	50,0%	88,7%	228,7%
Nasdaq	USD	0,9%	8,1%	12,0%	54,0%	81,4%	189,4%
Nasdaq100	USD	-0,1%	5,2%	6,6%	52,6%	88,3%	207,3%
Eurostoxx Banks	EUR	19,1%	13,6%	35,6%	-0,4%	-37,7%	-17,3%
WIG-Games	PLN	-6,5%	-15,7%	-19,0%	38,6%		
WIG-Energia	PLN	-0,6%	18,5%	9,0%	54,0%	-19,0%	-27,4%
WIG-Banki	PLN	7,5%	19,1%	35,0%	-11,3%	-37,4%	-11,4%
AKCJE - style inwestycyjne	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
MSCI World Growth	USD	0,3%	4,2%	7,5%	40,1%	56,4%	121,7%
MSCI World Value	USD	4,5%	6,9%	15,0%	14,0%	3,9%	37,2%

Źródło: Bloomberg, dane w cenach zamknięcia na 28 lutego 2021 r., skróty EM - rynki wschodzące, DM – rynki rozwinięte, JPM EMCI – indeks walut rynków wschodzących JP Morgana, IG – rating inwestycyjny, HY - rating subinwestycyjny

SUROWCE	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Ropa Brent	USD	17,5%	33,9%	36,3%	26,4%	13,9%	26,7%
Miedź	USD	15,1%	19,7%	34,6%	60,8%	31,8%	92,4%
Bloomberg Agriculture Index TR*	USD	3,8%	20,1%	36,5%	35,9%	8,3%	8,2%
Rudy żelaza	USD	-1,5%	32,9%	35,2%	91,5%	113,8%	
Złoto	USD	-6,1%	-2,4%	-11,9%	9,4%	31,5%	40,0%
Srebro	USD	-1,2%	17,8%	-5,2%	60,0%	62,5%	78,9%
CRB Commodity Index	USD	9,3%	19,0%	24,3%	19,4%	-1,8%	16,7%
OBLIGACJE	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
DM skarbowe	USD	-2,2%	-1,9%	-0,4%	3,5%	9,8%	16,2%
USD Korporacyjne IG	USD	-1,7%	-2,6%	-0,3%	2,8%	22,2%	32,9%
EUR Korporacyjne IG	EUR	-0,8%	-0,7%	1,4%	1,1%	7,2%	13,4%
USD Korporacyjne HY	USD	0,4%	2,6%	6,1%	9,4%	21,0%	53,6%
EUR Korporacyjne HY	EUR	0,8%	2,2%	6,1%	5,0%	11,9%	30,0%
EM skarbowe w walucie lokalnej	USD	-1,5%	0,4%	4,6%	5,1%	7,6%	32,0%
EM skarbowe w USD	USD	-2,7%	-2,4%	-1,1%	0,3%	12,0%	28,4%
Polskie Skarbowe > 1YR	PLN	-1,3%	-1,0%	0,2%	4,1%	14,7%	20,2%
POZOSTAŁE	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
EUR/USD	USD	-0,5%	1,2%	1,2%	9,5%	-1,0%	11,1%
EUR/PLN	PLN	0,0%	1,0%	2,8%	4,5%	8,3%	4,0%
CHF/PLN	PLN	-1,5%	-0,3%	1,1%	1,3%	13,7%	3,0%
USD/PLN	PLN	0,5%	-0,3%	1,6%	-4,6%	9,3%	-6,4%
USD/JPY	USD	-1,7%	-2,1%	-0,6%	1,5%	0,1%	5,8%
Bloomberg USD Index	USD	0,5%	-0,8%	-2,2%	-6,1%	0,0%	-7,7%
MSCI EM Currency Index	USD	-0,1%	1,4%	5,5%	5,8%	0,1%	19,2%
JP Morgan EM Currency Index	USD	0,9%	2,3%	4,2%	-0,7%	-18,8%	-11,1%
Europe REITS	EUR	-1,7%	1,2%	14,2%	-22,6%	-24,9%	
US REIT's	USD	3,8%	6,7%	10,5%	-0,5%	15,8%	11,8%
USA - FAAMNG + T	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Apple	USD	-8,1%	1,9%	-6,0%	77,4%	172,3%	401,6%
Amazon	USD	-3,5%	-2,4%	-10,4%	64,2%	104,5%	459,8%
Alphabet (Google)	USD	10,6%	15,2%	24,1%	51,0%	83,2%	181,9%
Microsoft	USD	0,2%	8,6%	3,0%	43,4%	147,8%	356,7%
Facebook	USD	-0,3%	-7,0%	-12,1%	33,8%	44,5%	140,9%
Netflix	USD	1,2%	9,8%	1,8%	46,0%	84,9%	476,9%
Tesla	USD	-14,9%	19,0%	35,6%	405,6%	884,5%	1659,8%
Europa - GRANOLAS	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Glaxosmithkline	Gbp	-12,2%	-13,1%	-12,2%	-23,8%	-8,9%	-14,9%
Roche	CHF	-3,0%	-0,4%	-5,6%	-3,8%	35,9%	15,9%
ASML	EUR	5,9%	27,9%	48,1%	87,6%	188,5%	449,9%
Nestle	CHF	-5,0%	-6,1%	-12,5%	-3,9%	26,2%	35,5%
Novartis	CHF	-2,9%	-5,0%	0,2%	-3,8%	11,7%	23,4%
Novo Nordisk	DKK	3,0%	4,3%	6,0%	10,6%	38,3%	23,0%
L'Oreal	EUR	4,4%	-1,3%	9,4%	25,6%	71,0%	94,1%
LVMH	EUR	5,4%	8,7%	33,7%	41,6%	113,0%	241,4%
Astrazeneca	Gbp	-7,3%	-11,0%	-7,3%	2,2%	45,4%	69,1%
SAP	EUR	-2,3%	0,7%	-26,3%	-7,4%	19,6%	47,8%
Sanofi	EUR	-1,7%	-10,5%	-10,7%	-9,7%	16,6%	3,6%
Chiny - BAT	Waluta	Luty	3 mies.	6 mies.	Rok	3 lata	5 lat
Baidu	USD	20,6%	103,9%	127,6%	136,3%	12,3%	63,5%
Tencent Holding	HKD	-2,8%	17,7%	24,9%	71,6%	53,3%	366,9%
Alibaba	USD	-6,3%	-9,7%	-17,2%	14,3%	27,7%	245,5%

* 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.