

1. Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Grzegorz Zatryb

2. Zagraniczne rynki akcji

Bartosz Szymański

3. Polski rynek akcji

Krzysztof Cesarz

4. Rynki obligacji

Mateusz Roda

Makroekonomiczne otoczenie rynków i strategia

Bądźmy realistami

Miesiąc temu, w swoim komentarzu odniosłem się do wpływu wojny w Ukrainie na rynku finansowe. Podobnie jak większość analityków w tamtym okresie (kilka dni po wybuchu wojny) dramatycznie pomyliłem się, jeśli chodzi o możliwe scenariusze rozwoju sytuacji. Nie chcę się tym tłumaczyć, choć zachowania stadne wśród wszelkiej maści ekonomistów i strategów są powszechne, a jedynie wskazać, jak dynamicznym zjawiskiem jest woja. Przypomnę, że proponowałem następujące:

1. Brudny kompromis
W tym scenariuszu dochodzi do wycofania się wojsku Federacji Rosyjskiej, przy jednoczesnej inkorporacji terenów DRL i ŁRL kosztem ustępstw Ukrainy w postaci rezygnacji z prozachodnich dążeń, zwłaszcza dołączenia do NATO.
2. Cud na Dnieprze
Ten scenariusz wymaga zmiany władzy w Moskwie. Rosja wycofuje się ze wszystkich zajętych terenów i deklaruje nowe otwarcie w polityce zagranicznej
3. Katastrofa
Rosja kontynuuje działania wojenne aż do zajęcia całej Ukrainy i, osadza marionetkowy rząd. Ten scenariusz wiąże się z eskalacją sankcji i coraz agresywniejszą postawą Rosji, do inwazji na kolejny kraj włącznie, np. Mołdawię.

Woja trwa nadal, sytuacja jest daleka od wyklarowania się, natomiast widmo, że powyższe scenariusze można z obrzydzeniem wyrzucić do kosza na śmieci. Na szczęście wnioski na temat wpływu realizacji najbardziej prawdopodobnego scenariusza pozostają w większości poprawne. To nieco paradoksalna sytuacja, która przypomina okres brytyjskiego referendum na temat Brexitu. Zbiorowa mądrość rynku zakładała, że mieszkańcy mglistego Albionu zadecydują o pozostaniu w Unii Europejskiej. W tym scenariuszu rynki miały zareagować pozytywnie. Wynik referendum był sporym zaskoczeniem ale ostatecznie, mimo Brexitu, rynki zareagowały dokładnie tak, jak miały zareagować gdyby go nie było.

Obecnie, wbrew dominującemu pogładowi, że sytuacja staje się patowa, wygląda na to, że Ukraina tę wojnę wygrywa. Trzydniowa wojna mistrza strategii W.W. Putina trwa już ponad 40 dni, armia rosyjska zmuszona była zrezygnować spod Kijowa i z całego północnego frontu. Kreml nie byłby Kreml, gdy nie próbował przedstawiać tego jako działań zgodnie z planem i jednocześnie nawet de-eskalacji, w czym ich zdaniem nie ma sprzeczności bo w Moskwie nadal posługują się zdegenerowaną formą dialektyki. Nie zamierzam wcielać się w rolę „kanapowego generała” i snuć wizji dalszego rozwoju sytuacji na froncie. Na początku wojny powszechnie kwestionowano możliwość stawienia czoła przez Ukrainę drugiej najpotężniejszej armii świata, obecnie kwestionuje się jej zdolność do podjęcia działań ofensywnych. Należy więc moim zdaniem przejść w tej sprawie na pozycje agnostyczne. Nie wiem jak będzie przebiegał ten konflikt, natomiast jego cechą może być długotrwłość. Trudno bowiem zakładać, że Rosja zrezygnuje a Ukraina zaakceptuje daleko idące ustępstwa.



Grzegorz Zatryb

dyrektor departamentu
zarządzania funduszami
rynków kapitałowych

Jest absolwentem Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Warszawskiego. W instytucjach finansowych pracuje od 1991 roku. Doświadczenie zawodowe zdobywał w bankach, a następnie jako zarządzający w CAIB Securities, oraz BRE Asset Management. W latach 1998-2000 jako Dyrektor Biura Skarbu w TUIR WARTA odpowiadał za zarządzanie aktywami. Współtworzył także WARTA TFI (obecnie KBC TFI). W latach 2002 -2008 pracował jako Wiceprezes Zarządu w PTE Skarbiec Emerytura, gdzie do jego zadań należało między innymi zarządzanie częścią dłużną portfela OFE Skarbiec-Emerytura oraz nadzorowanie całości procesu inwestycyjnego. W Skarbiec TFI od 2010 roku.

Na sytuację militarną trzeba też nałożyć warstwę gospodarczą, mam tu na myśli przede wszystkim coraz dalej idące sankcje oraz decyzje o uniezależnieniu się od importu energii z Rosji. Według szacunków, Zachód codziennie płaci Rosji 1 mld USD za gaz, ropę i węgiel. Jednak to może szybko ulec zmianie, Rosja robi wiele aby zachęcić Zachód do jej gospodarczego odciążenia. Przeróżające informacje z Buczy, nie ostatnie niestety tego rodzaju jakie usłyszymy, w szybkim tempie redukują liczbę zwolenników łagodzenia sytuacji. Polityka cywilizowania Rosji poprzez gospodarczą integrację okazała się całkowitym fiaskiem. Mówi się, iż PKB Rosji może spaść w tym roku o 15%, oznacza przy obecnym kursie rubla kwotę ok. 245 mld USD. Z drugiej strony straty poniesione przez Ukrainę są już teraz szacowane na 68 mld USD, zaś straty pośrednie na 200 mld USD. Dla porównania PKB Ukrainy w 2021 wyniósł wg bieżącego kursu ok. 188 mld USD.

Wracając do tego, co czeka rynki, zakładam kontynuację działań wojennych oraz rosnące wsparcie Zachodu dla Ukrainy, tak w postaci sankcji jak i uzbrojenia. Czesi jako pierwsi zdecydowali się wysłać Ukrainie czołgi, określane w mediach obłudnie jako „broń ofensywna” i należy oczekiwać więcej takiej pomocy. Sankcje idą zaś w stronę wstrzymania importu gazu i ropy przez Unię Europejską (węgiel już został objęty zakazem). Tak jak pisałem, wnioski są podobne do tych, które opisywałem miesiąc temu.

1. Podaż ropy naftowej, gazu ziemnego i wielu innych surowców zostaje ograniczona w stopniu niemożliwym do odtworzenia w horyzoncie kilku lat. Przyspieszeniu ulegnie natomiast „zielona rewolucja”, udział energii atomowej będzie większy niż sądzono. Gaz nie zaistnieje jako surowiec „przejściowy” w procesie transformacji energetycznej. Warto zwrócić uwagę na ograniczenie podaży towarów rolnych, w przypadku których Rosja i Ukraina były mocarstwami eksportowymi. Mimo działań takich jak uwolnienie rezerw strategicznych ropy przez rząd Stanów Zjednoczonych presja na wzrost cen surowców będzie trwała.
2. Wiele rynków wschodzących znajdzie się siłą rzeczy po drugiej stronie Kurtyny, od Chin i Indii poczynając. Zapowiedź tego podziału widać już w głosowaniach w ONZ. Nie należy się spodziewać kalki sytuacji z okresu Zimnej Wojny, sytuacja jest zupełnie inna. Koniec Zimnej Wojny umożliwił bowiem wejście globalnej gospodarki w nową fazę integracji. W tle jest jednak strategiczny konflikt Stanów Zjednoczonych i Chin, przewidzenie jak ta mieszanka wpłynie na globalną sytuację jest nie do przewidzenia. Paradoksalnie jednak, punkt zapalny w postaci Tajwanu zaczął odgrywać mniejsze znaczenie. Fiasko militarne Rosji w Ukrainie dało Chinom materiał do poważnych przemyśleń, zaś Stany Zjednoczone, Japonia i Korea Południowa podjęły działania zmierzające do wzmocnienia militarnego w tamtym regionie. Zaskoczenie dla Chin stanowiła też skala sankcji nałożonych na Rosję. Nie zmienia to jednak faktu, iż nawigować po rynkach wschodzących trzeba będzie z największą ostrożnością.
3. Można założyć ze sporą pewnością, że premie za ryzyko wzrosną i podział na aktywa bezpieczne i ryzykowne ulegnie pogłębieniu. Dolar i amerykańskie obligacje będą oczywistymi beneficjentami. Skorzystają także inne rynki rozwinięte, zależnie od tego jak są ryzykowne. Będą to raczej Niderlandy niż Grecja.
4. Nowa Zimna Wojna nie wyklucza dynamicznych wzrostów cen akcji na rynkach rozwiniętych w sytuacji, gdy będzie nadal „zimna”. Żelazna Kurtyna wywrze duży wpływ na przepływy kapitału, nie tylko portfelowego ale także inwestycji bezpośrednich. Deglobalizacja, rozpoczęta przez Wojny Handlowe Trumpa, nabierze tempa. Przebudowie ulegnie cała sieć powiązań gospodarczych, co da okazję do inwestycyjnego wykorzystania zachodzących zmian.
5. Powrót kapitału do rodzimych krajów wesprze ich wzrost ale także przyspieszy inflację. Inflacji będą sprzyjać również finanse publiczne, które nie dość że zostaną bardziej obciążone kosztami transformacji energetycznej, to jeszcze będą musiały ponieść ciężar większych wydatków na obronność. Deficyty budżetowe będą znacznie wolniej spadały, niż oczekiwano tego w związku z następującą po pandemii poprawą koniunktury. Będzie to wywierało presję na rentowności obligacji, potęgując efekt wysokiej inflacji.

Miesiąc temu wskazywałem także na najważniejsze czynniki, które będą wpływać na rynki. Prze definiuję tę listę, jako że akcenty przesuwają się cały czas.

1. Inflacja

Najważniejsze banki centralne zmuszone zostały do powrotu do swojej pierwotnej roli strażnika inflacji. Szoki podażowe związane z Covid-19 oraz wojną doprowadziły do gwałtownych wzrostów cen. Co więcej, wzrosty te oraz perspektywa ich dalszego trwania zaczęły podnosić oczekiwania inflacyjne, niezależnie od tego jak je zdefiniujemy. To z punktu widzenia stabilności cen niezwykle niebezpieczne zjawisko. Nadal pojawiają się głosy, iż inflacja napędzana jest szokami podażowymi, na które banki Centralne nic nie mogą poradzić. Jest to jednak teza z gruntu błędna, gdyż efektem tych szoków jest właśnie wzrost obaw społeczeństw o utratę siły nabywczej. W dużym uproszczeniu, sytuacja taka zachęca do bieżącej konsumpcji. Banki centralne natomiast mogą podnosząc stopy procentowe zachęcić do odroczenia konsumpcji, tworząc warunki korzystne dla oszczędzających. Oczywistym efektem jest spadek aktywności gospodarczej czy też raczej spowolnienie tempa jej wzrostu oraz wzrost masy oszczędności. Na temat prawdopodobieństwa recesji będę pisał niżej.

2. Oczekiwana premia za ryzyko

Globalna gospodarka nieodwracalnie zmienia swój kształt, co podnosi poziom niepewności spotykającej inwestorów. Tu niezwykle trudno o sensowne prognozy dlatego też poziom oczekiwanej premii za ryzyko wzrośnie. Z Wielkim Kryzysem Finansowym związane jest określenie „złe aktywa”. Jednak w rzeczywistości nic takiego nie istnieje, są jedynie aktywa zbyt wysoko wycenione. Aby uniknąć wejścia w posiadanie takich aktywów inwestorzy będą oczekiwali wyższych stóp zwrotu czyli niższych cen, w których zawarta będzie już premia za ryzyko (czy też dyskonto jeśli mowa o cenach). Premie za ryzyko będą nie tylko wyższe ale także bardziej zróżnicowane, co ma istotne znaczenie dla wyników inwestycyjnych, gdyż koszty błędów wzrosną.

3. Geopolityka

Jest to trywialne stwierdzenie, każdy zdaje sobie z tego sprawę. Tyle, że wpływ geopolityki będzie większy niż przywykły do tego rynki. Ten czynnik jest zawarty w obu powyższych ale będzie miał także konsekwencje wykraczające poza nie. Przykładem niech będzie wrażenie jakie na Chinach zrobiło zamrożenie rezerw rosyjskiego banku centralnego, rzecz do tej pory nie do pomyślenia. Dla Rosji setki miliardów dolarów rezerw stanowiły zabezpieczenie na wypadek sankcji gospodarczych, niezależniąc ją od działań zachodu. Z dnia na dzień okazało się, że większość tego zabezpieczenia zniknęła. W podobnej sytuacji są Chiny i choć nie dają po sobie tego poznać, taka sytuacja w której mogą stracić dostęp do rezerw walutowych jest sytuacją nową, niespodziewaną i nad wyraz niekomfortową.

Powiedziawszy to, co zostało powiedziane, zastanówmy się teraz nad tym, jak wygląda obecnie sytuacja poszczególnych klas aktywów i jakie niesie to za sobą konsekwencje dla alokacji w nie. Tym razem weźmy na warsztat rynek stopy procentowej. Jest on bardzo istotny ze względu na niepokojące rynek zachowanie się amerykańskiej krzywej dochodowości, która zdaniem wielu zapowiada rychłą recesję.

Wzrost rentowności na rynkach bazowych obserwujemy od wybuch pandemii, za wyjątkiem strefy euro, gdzie stopy zaczęły iść w górę dopiero w tym roku. Zresztą dynamiki wzrostu przyspieszyła w tym roku także na innych rynkach bazowych. Oprócz wzrostu stóp, uwagę rynku przyciąga kształt krzywej stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych. Uległ on spłaszczeniu, obserwowana powszechnie różnica między rentownością obligacji 10-, i 2-letniej spadła w pobliże zera (w ostatnich dniach nastąpiło odbicie do około 20 pb). To wskaźnik nadchodzącej recesji wysoko ceniony przez rynki finansowe. Rynki jednak mają to do siebie, że są niezwykle przywiązane do historycznych analogii. Klasyczną „miejską legendą” na rynkach jest poziom wskaźnika ceny do zysku indeksów na poziomie 15, jako granica między sytuacją, kiedy jest drogo i tanio. Od lat usiłowałem przekonywać, że wskaźnik cena/zysk jest determinowany przez dwie zmienne: stopę wolną od ryzyka oraz wysokość premii za ryzyko i odnoszenie sytuacji sprzed lat, kiedy stopa wolna od ryzyka była w miarę stabilna w okolicach 4-6% w pierwszej dekadzie XXI wieku i 2-4% następnym kilku latach do sytuacji, w której jest zbliżona do zera uniemożliwia stosowanie historycznych analogii.

Podobnie jest obecnie w przypadku nachylenia krzywej. W okresie od kwietnia 1992 do stycznia 2020 mediana rocznych inflacji wynosiła w USA 2,3%, dokładnie tyle co średnia. Najczęstszą wartością rocznej inflacji było ex equo 1,7 i 2,8%, każda z nich pojawiała się po 30 razu na 336 miesięcy w tym okresie. W ciągu ostatniego roku mediana to 5,4%, średnia 5,7%, zaś dominanta to 5,3%. Co z tego wynika? Opinia o wysokiej prognostycznej wartości spreadu 10-2 lata ustaliła się w okresie stabilnej inflacji. Dlatego można było inflację zaniedbać i odnosić się wyłącznie do nominalnych rentowności. Relatywnie mało zmienna inflacja powodowała, że czy braliśmy wartości nominalne czy realne, spread pozostawał na podobnym poziomie. Zresztą stabilność i niski poziom inflacji (cały czas mówimy o USA) pomagały marginalizować znaczenie realnych rentowności. Dziś takiego komfortu już nie mamy. To że inflacja wyrwała się spod kontroli jest obecnie oczywiste, podobnie jak oczywiste jest założenie, że z czasem wskaźniki wzrostu cen zaczną się obniżać. Z tego powodu do wyliczenia wartości realnej rentowności obligacji 2-letnich należy użyć zupełnie innej inflacji niż do wyliczenia realnej rentowności obligacji 10-letnich. Zgodnie z konsensem Bloomberga w ciągu kolejnych dwóch lat średnio inflacja wyniesie rocznie 4,45%, natomiast zakładając spadek CPI do 2,2% rocznie począwszy od 2024 roku, przez kolejnych 10 lat inflacja wyniesie średnio 2,65%. Przy obecnych rentownościach nominalnych 2-, i 10-letnich odpowiednio 2,45% i 2,65%, realne rentowności to -2% i 0%. Daje to spread 10-2 lata nie 20 pb licząc nominalnie a 200 pb. Powyższe wyliczenia mają charakter szacunkowy i uproszczony ale pokazują w czym problem. 2% spreadu to dużo i w żaden sposób nie wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo recesji. To, że powyższa analiza nie jest jakimś egzotycznym podejściem do tematu, potwierdza prognoza prawdopodobieństwa recesji wyliczana według modelu nowojorskiego banku Rezerwy Federalnej. Ostatni odczyt wynosi bowiem 5,5% za rok i nie przekracza 10% w okresie od dziś do końca marca 2023 roku.

W kontekście sytuacji na rynku procentowym prognostyczna wartość krzywej dochodowości jako wskaźnika wyprzedzającego wydaje się być dygresją. Tak jednak nie jest, gdyż kwestia wartości realnych i nominalnych w warunkach wysokiej i bardzo zmiennej inflacji ma wpływ na funkcję decyzji władz monetarnych. Muszą one zakładać, że ich działania zbiją inflację (inaczej wypadałoby, żeby ich członkowie zaczęli szukać sobie jakiegoś pożytecznego dla odmiany zajęcia) i w związku z tym dopasowywać ścieżkę stóp procentowych do realnych wartości parametrów rynkowych. Jest przecież dla wszystkich oczywiste, że obserwujemy realne dynamiki PKB, nie więc powodu, dla którego w przypadku rynków finansowych nie należałoby także zwracać uwagi na wartości realne. Wyliczenia z modelu NY Fed podpowiadają, że banki centralne, a przynajmniej Fed tak właśnie robią.

Zakładanie stabilnej inflacji, a w takich warunkach wychowały się pokolenia inwestorów, prowadzi także do błędnej oceny adekwatności stóp procentowych do tempa wzrostu cen. W przypadku krótkiego końca krzywej dochodowości wyliczanie realnych rentowności na podstawie ostatniego odczytu inflacji nie budzi większych zastrzeżeń. Jednak użycie tego samego wskaźnika w przypadku obligacji 10-letnich i dłuższych naraża nas na popełnienie poważnego błędu.

Przyjrzyjmy się pod tym kątem polityce prowadzonej przez kolejne Rady Polityki Pieniężnej. Od 2004 roku celem inflacyjnym NBP jest 2,5%. Do początków 2020 roku stopa referencyjna NBP, czy to w kategoriach realnych (stopa referencyjna minus stopa inflacji) czy nominalnych były zbliżone. Różnica zaczęła gwałtownie rosnąć od 2020 roku. W pierwszym okresie realna stopa referencyjna NBP wynosiła średnio 1,35%. Od stycznia 2020 do marca 2022 było to -4,2%, zaś w samym marcu aż -7,4% (po ostatniej podwyżce różnica spadła do 6,4% ale poczekajmy na kwietniowy odczyt inflacji).

Polski rynek kredytowy różni się od najważniejszych rynków wszechobecnością zmiennych stóp procentowych. Zdecydowana większość kredytów, w tym hipotecznych, jest oprocentowana według formuły WIBOR n-miesięczny plus marża. To sprawia, że dla realnej sfery gospodarki kluczowe są krótkoterminowe, 3-, i 6-miesięczne stopy. Załóżmy jednak, że podobnie jak w USA dominuje stała stopa procentowa. Wówczas patrzeć na stopę referencyjną wyłącznie w kontekście bieżącej inflacji prowadziłoby do sytuacji, w której długoterminowy kredyt z założenia stałby się nadmiernym obciążeniem dla firm i gospodarstw domowych. Wystarczy popatrzeć na sytuację na rynku długu skarbowego. Obecnie rentowność stałokuponowych obligacji 10-letnich SP przekracza 5,8%. To mocno poniżej obecnej inflacji.

Odejmując bieżącą inflację otrzymujemy -5,1%. Jeżeli jednak założymy, zgodnie z konsensem Bloomberg, że inflacja począwszy od 2024 roku wróci poniżej górnej granicy przedziału celu inflacyjnego, to okazuje się, że realna rentowność tej obligacji to 2% p.a. Historycznie, 10-letnia realna rentowność wynosiła przeciętnie (mediana) 4,2% p.a., przy czym pamiętajmy, że sięgamy tu do okresu maj 1999 - kwiecień 2012, tylko do tego momentu możemy wyliczyć przyszłą średnią inflację z 10 lat. Rzecz jasna, do archiwalnych średnich wartości realnych rentowności trochę brakuje ale 2% to nie -5,1% i można powiedzieć, że jesteśmy już całkiem blisko długoterminowych średnich, które tak lubi rynek. To, że ja jestem w stosunku do nich sceptyczny nie ma tu żadnego znaczenia.

Dla rynku amerykańskiego, mediana realnej rentowności papieru 10-letniego liczona według rzeczywistej inflacji w okresie trwania obligacji wynosi za okres kwiecień 1992 - kwiecień 2012 2,7%. Obecnie, jak pisałem wyżej jest to zgodnie z prognozami inflacji 0%. Znowu znacznie mniej niż średnia historyczna ale dużo lepiej w porównaniu z realną rentownością liczoną versus ostatni odczyt inflacji na poziomie -5,3%.

W tym miejscu analizę należałoby pogłębić o funkcję reakcji Fed na liczone na różne sposoby realne rentowności, to jednak nie zmieniłoby tezy, która moim zdaniem z przedstawionych wyliczeń wynika. Jeżeli rynki nie wezmą pod uwagę, że różnice między sposobem liczenia i interpretacji wartości realnych w obecnej sytuacji mają ogromne znaczenie, to będą mylnie przewidywać ścieżkę stóp procentowych. Niech nas nie zmyli to, że terminowe stopy procentowe są dość zbieżne z forward guidance banków centralnych. Pieniądzy na rynku nie zarabia się na zgodności z konsensem i średnią a na znajdowaniu miejsc w których rynek się myli. Z punktu widzenia strategii inwestycyjnej należałoby więc przyjąć założenie, że perspektywy obligacji stałokuponowych są lepsze niż zakłada rynek, zaś na rynkach akcji presja na rotację ze spółek o charakterze wzrostowym do spółek typu value ma znacznie słabsze fundamenty niż się wydaje.

Stopy zwrotu poszczególnych indeksów

Źródło: Bloomberg LP, Skarbiec TFI. Dane na 07.04.2022

2020	2021	12M	3M	YTD	WAR
Nasdaq 43,6	Brent 53,7	Brent 67,5	Brent 25,7	Brent 31,3	BISIT100 16,3
WIG80 33,6	S&P500 26,9	BISIT100 65,4	BISIT100 15,3	BISIT100 26,2	Brent 8,8
BISIT100 29,1	BISIT100 25,8	Sensex 18,9	Bovespa 15,3	Bovespa 13,0	S&P500 6,2
Gold 25,1	WIG80 24,6	Gold 11,3	Gold 7,7	Gold 5,7	Nasdaq 6,2
S&P500 16,3	EuroS600 22,2	S&P500 10,0	FTSE100 0,9	FTSE100 2,3	Bovespa 5,8
Nikkei225 16,0	Sensex 22,0	FTSE100 9,7	Sensex -1,2	Sensex 1,3	WIG80 5,3
Sensex 15,8	WIG 21,5	WIG 6,4	RUB -4,0	WIG80 -1,6	RUB 3,8
Shanghai 13,9	Nasdaq 21,4	EuroS600 4,8	S&P500 -4,0	RUB -4,7	Sensex 3,2
Ukr Bonds 11,5	MSCI Ukr 17,1	WIG80 3,5	WIG80 -4,1	S&P500 -5,8	Nikkei225 1,7
US Bonds 8,0	RTS\$ 15,0	Nasdaq 1,1	GE Bonds -5,2	GE Bonds -5,9	Gold 1,3
HY Bonds 7,0	FTSE100 14,3	Bovespa 0,7	US Bonds -5,4	Nikkei225 -6,6	WIG 1,1
PL Bonds 6,7	Nikkei225 4,9	RUB -2,3	Nikkei225 -5,6	HY Bonds -6,6	FTSE100 0,7
UK Bonds 3,1	Shanghai 4,8	UK Bonds -3,6	HY Bonds -5,8	EuroS600 -6,7	EuroS600 0,3
GE Bonds 3,0	UK Bonds 1,0	US Bonds -5,3	UK Bonds -5,9	PL Bonds -6,8	HY Bonds -2,5
Bovespa 2,9	HY Bonds 1,0	HY Bonds -5,6	PL Bonds -6,1	US Bonds -6,9	UK Bonds -2,8
RUB -0,8	Rus Bonds 0,7	GE Bonds -6,3	EuroS600 -6,4	UK Bonds -7,7	GE Bonds -3,3
WIG -1,4	RUB 0,2	Shanghai -7,0	Nasdaq -7,3	WIG -8,3	US Bonds -3,5
EuroS600 -4,0	US Bonds 2,3	Nikkei225 -9,6	Shanghai -9,6	Shanghai -11,1	PL Bonds -6,9
MSCI Ukr -10,0	GE Bonds 2,7	PL Bonds -16,0	WIG -10,3	Nasdaq -11,5	Shanghai -7,2
RTS\$ -10,4	Gold 3,6	RTS\$ -23,6	RTS\$ -29,3	RTS\$ -31,5	RTS\$ -9,3
Brent -12,6	Ukr Bonds -9,4	MSCI Ukr -35,3	MSCI Ukr -43,7	MSCI Ukr -43,7	MSCI Ukr -30,9
FTSE100 -14,3	PL Bonds -10,7	Ukr Bonds -56,0	Ukr Bonds -52,8	Ukr Bonds -53,6	Ukr Bonds -40,0
Rus Bonds -16,5	Bovespa -11,9	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0	Rus Bonds -100,0



Bartosz Szymański
zarządzający funduszami
akcyjnymi

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie na kierunku Międzynarodowe Stosunki Ekonomiczne, specjalność Międzynarodowe Zarządzanie Finansowe. Karierę zawodową rozpoczął w 2005 roku w Union Investment TFI. Doświadczenie zawodowe zdobywał również w Millennium Dom Maklerski oraz Opera TFI. W Skarbiec TFI od 2011 roku.



Krzysztof Cesarz
zarządzający
funduszami

Absolwent Akademii Ekonomicznej w Poznaniu na kierunku Finanse i Bankowość. Karierę zawodową rozpoczął w 2008 roku w IPOPEMA TFI. Kontynuował ją w EQUES Investment TFI, a następnie w ESALIENS TFI. Uzyskał Złoty Portfel za najlepszy fundusz akcji polskich w 2014 roku. Posiada licencję Doradcy Inwestycyjnego nr 319 oraz certyfikaty Chartered Financial Analyst (CFA) i Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA).

Zagraniczne rynki akcji

Po wynikowo słabych dwóch pierwszych miesiącach 2022 roku, marzec przyniósł inwestorom obecnym na światowych rynkach akcyjnych niewielką ulgę. Co prawda, pierwsza połowa miesiąca upłynęła pod znakiem kontynuacji spadków, których świadkami byliśmy od kilku tygodni, to w drugiej części marca mogliśmy obserwować odbicie na zachodnich giełdach. Co ciekawe, dużo mocniej zachowały się indeksy amerykańskie, które wyraźnie zaznaczyły swój marsz na północ. Szeroki indeks S&P500 wzrósł w marcu o +3,6%, Nasdaq 100 o +4,2% a indeks blue-chipów Dow Jones Industrial Average o +2,3%. Na rynku europejskim odbicie w ostatnich dwóch tygodniach marca nie było tak silne jak za Oceanem Atlantyckim i marzec zamknął się na niewielkim plusie (szeroki indeks europejskich akcji Euro Stoxx 600 wzrósł nieznacznie o +0,6%).

Bardzo „nieśmiałe” odbicie na rynkach europejskich może być pochodną coraz częściej pojawiających się obaw o negatywny wpływ rosyjskiej agresji na Ukrainę na europejską gospodarkę w nadchodzących miesiącach. Dodatkowo, problemy z łańcuchem dostaw oraz inflacja odmieniane są obecnie przez wszystkie przypadki po obu stronach Atlantyku a podwyżki stóp procentowych w USA są coraz bliżej. Taki setup makroekonomiczny nie sprzyja pozytywnemu nastawieniu inwestorów do rynków akcji, ale należy pamiętać, że sentyment jest driverem zachowania rynków giełdowych tylko w krótkim terminie.

Zapewne dobrze Państwo wiecie, że w długim terminie kluczowe dla zachowania rynków akcyjnych są fundamenty, czyli zachowania poszczególnych modeli biznesowych w obliczu materializacji czynników ryzyka, o części których powyżej. Tutaj pozwolę sobie przytoczyć przykład spółki konsumenckiej Lululemon, która jest idealnym przykładem spółki charakteryzującej się wysoką ekspozycją na ryzyko inflacji (podwyżki cen materiałów, presja na podwyżki płac) oraz na ryzyko związane z zaburzeniami w łańcuchu dostaw (braki w dostępności towarów, konieczność transportu towarów drogą lotniczą zamiast drogą morską). Przełom 2021 i 2022 roku minął dla kursu spółki pod znakiem znaczących spadków, spowodowanych obawami inwestorów właśnie o problemy z rosnącymi kosztami. Te obawy zostały zaadresowane przez zarząd przy okazji publikacji wyników za czwarty kwartał 2021 roku oraz podaniu guidance’u na pierwszy kwartał oraz cały 2022 rok. Zgodnie z założeniami spółki, przy uwzględnieniu powyższych czynników ryzyka oraz działań wewnętrznych mających na celu ich zminimalizowanie, spółka w 2022 roku planuje wygenerować sprzedaż oraz zysk netto na akcję o 20% wyższą niż oczekiwana przez „przerażony” rynek (w ujęciu nominalnym odpowiednio więcej o 1,25mld USD oraz o 1.56USD)!

Wielkimi krokami zbliżamy się do fundamentalnie kluczowego okresu raportowania wyników finansowych za pierwszy kwartał tego roku (pierwsze wyniki już w przyszłym tygodniu), w czasie którego inwestorzy spodziewają się otrzymać choć część odpowiedzi na pytania dotyczące ryzyk makroekonomicznych obecnych na językach wszystkich uczestników rynku. Czas pokaże, ile będzie spółek podobnych do Lululemon, a dla nas będzie to czas podejmowania fundamentalnych decyzji, co do składu portfeli naszych funduszy.

Polski rynek akcji

Marcowy rollercoaster

Marcowe zmiany wartości głównych indeksów akcji publikowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie można uznać za kwintesencję zmienności. Indeks WIG (obrazujący zachowanie szerokiego rynku) w trakcie sesji 7 marca zaliczył swoje miesięczne minima, notując ponad 6% spadek licząc od początku miesiąca. Nie przeszkodziło mu to w marcu wzrosnąć o ok 6,1%. Podobne tendencje widoczne były także na pozostałych indeksach.

Czynniki rynkowe od początku roku nie zmieniły się. Inflacja na Świecie cały czas straszy, budząc obawy o zacieśnianie polityki monetarnej przez banki centralne. Wstępny odczyt inflacji konsumenckiej (CPI) w Polsce za marzec pokazał dynamikę roczną 10,9% przy oczekiwaniach rynkowych 9,8%. Inwazja Rosji na Ukrainę trwa. Pewną nadzieją są prowadzone co jakiś czas negocjacje pokojowe, które miejmy nadzieję doprowadzą w końcu do zakończenia walk. Niedobory na rynku towarów oraz niewystarczająca podaż pracy cały czas utrzymują się, wzmacniając dodatkowo niepewność gospodarczą.

Nawet w tak nieprzewidywalnym otoczeniu, możemy odnaleźć czynniki, które skłaniają do lekkiego optymizmu. Wspomniany już w komentarzu indeks WIG, notowany był na koniec marca na wskaźniku cena do zysk (P/E) równym 10,0 przy średniej 10letniej 12,5. Indeksy WIG20, mWIG40 czy sWIG80 też handlowane są poniżej historycznej średniej. Trwający na GPW sezon publikacji wyników za rok 2021, także można odbierać pozytywnie. Spółki jak do tej pory publikują satysfakcjonujące wyniki finansowe (tak wiemy, że to jest już historia) oraz dzielą się swoimi spostrzeżeniami odnośnie początku roku 2022 oraz bieżącej sytuacji rynkowej. Konkludując spotkania w których wzięliśmy udział to pierwsza połowa roku rysuje się jako całkiem dobra, choć średnioterminowe perspektywy cały czas obarczone są wieloma znakami zapytania.

W kolejnych miesiącach oprócz obserwowania publikowanych wskaźników gospodarczych, dużo uwagi poświęconej będzie środkom finansowym jakie Polska może otrzymać z różnych programów pomocowych. Mogą one stanowić ważne wsparcie dla spowalniającej dziś polskiej gospodarki.

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych indeksów wyliczanych dla notowanych na GPW akcji. Dane na koniec marca.

Indeks	mar.22	ytd	Indeks	mar.22	ytd	Indeks	mar.22	ytd
WIG	6,1%	-6,3%	WIG-BANKI	-16,0%	-11,5%	WIG-LEKI	-16,2%	-26,8%
WIG20	6,7%	-5,9%	WIG-BUDOW	-0,7%	-2,4%	WIG-MEDIA	-11,6%	-15,5%
MWIG40	4,1%	-9,7%	WIG-CHEMIA	13,4%	15,4%	WIG-MOTO	-3,1%	-4,3%
sWIG80	8,0%	-1,7%	WIG-ENERG	18,0%	9,6%	WIG-NRCHOM	-6,0%	-4,7%
WIG30	6,2%	-6,3%	WIG-GORNIC	31,8%	33,3%	WIG-ODZIEZ	-25,2%	-33,0%
WIG140	6,2%	-6,5%	WIG-INFO	0,9%	-6,3%	WIG-PALIWA	9,5%	0,9%
						WIG-SPOZYW	-26,2%	-34,1%

Poniższa tabela prezentuje stopy zwrotu z podstawowych polskich indeksów oraz stopy zwrotu z 3 najlepszych i 3 najgorszych inwestycji w ramach wymienionych indeksów. Dane za marzec 2022.

Indeks WIG20	Zmiana	Indeks MWIG40	Zmiana	Indeks sWIG80	Zmiana
Jastrzębska Spółka Węglowa SA	58,1%	Eurocash SA	38,6%	Lubelski Węgiel Bogdanka SA	17,7%
LPP SA	32,5%	Grupa Azoty SA	31,1%	Rafako SA	14,6%
Dino Polska SA	15,3%	Famur SA	24,9%	Bumeh SA	12,8%
Bank Polska Kasa Opieki SA	-2,3%	TEN Square Games SA	-8,2%	Industrial Milk Co	-25,1%
Santander Bank Polska SA	-3,1%	HUUUGE Inc	-10,5%	Astarta Holding NV	-32,1%
mBank SA	-14,5%	AmRest Holdings SE	-12,2%	Coal Energy SA	-37,9%



Mateusz Roda

zarządzający funduszami
dłużnymi

Absolwent Finansów i Rachunkowości na SGH. Jest doradcą inwestycyjnym (numer licencji 609) oraz maklerem papierów wartościowych (licencja numer 2899). Doświadczenie zawodowe zdobywał w Pekao Investment Banking. Od października 2017 pracuje jako zarządzający w Skarbiec TFI S.A.

Rynki obligacji

Marzec był miesiącem, w którym główną rolę grały na przemian posiedzenia banków centralnych oraz doniesienia z wojny w Ukrainie. Pierwsze dni miesiąca minęły na rynkach dłużnych w atmosferze risk off, co powodowało spadki rentowności na rynkach bazowych. Z biegiem czasu rynki zaczęły skupiać się coraz bardziej na efektach wojny. Brak dalszej eskalacji konfliktu spowodował też, że w trakcie miesiąca rynek zaczął oczekiwać jego deeskalacji, co skutkowało wzrostem popytu na bardziej ryzykowne aktywa. Rynek zaczął wyceniać w większym stopniu konieczne kroki, które będą musiały podjąć banki centralne, żeby powstrzymać rosnącą inflację. Same banki centralne nie kryją się już z tym problemem i znacznie zmieniły retorykę względem poprzedniego roku. Chcąc krótko podsumować zmianę komunikacji FED i ECB można napisać, że banki centralne przestawiają wajchę z dbania o wzrost gospodarczy na walkę z inflacją. Marcowe posiedzenia były jastrzębie, jednak nie zaskoczyły rynków aż tak mocno jak pierwsze posiedzenia w tym roku, gdzie uczestnicy rynku zostali złapani „na wykroku”.

W marcu zakończyły się zakupy obligacji przez EBC w ramach pandemicznego programu skupu aktywów. EBC zwiększył zakupy aktywów w 2Q 2022 w ramach programu zakupów APP, jednak będą one mniejsze niż planowano w grudniu (30 mld EUR łącznie w kwietniu i maju vs. planowane wcześniej 80 mld EUR łącznie w 2 i 3 kwartale). W trzecim kwartale ma nastąpić kalibracja programu APP, co może oznaczać, że skupy zostaną zakończone. Zmodyfikowany został też forward guidance EBC. Pierwsza podwyżka ma nastąpić „jakiś czas po” vs. wcześniejszy „zaraz po” zakończeniu skupu aktywów. EBC dał sobie więcej elastyczności na wypadek różnych scenariuszy. Projekcje wzrostu PKB zostały obniżone w mniejszej skali niż podwyższono projekcje inflacji. Odczyty inflacji za marzec z krajów strefy euro nie pozostawiają wątpliwości, w którą stronę będzie podążał EBC w kolejnych kwartałach. Rynek oczekuje w tej chwili podwyżek po 25 p.b. we wrześniu i grudniu.

Obóz jastrzębi za oceanem jest jeszcze silniejszy niż w Europie. W marcu zakończył się skup aktywów i dokonano pierwszej podwyżki o 0,25%. Nowe kropki pokazały, że FED jest skłonny podnieść stopy do poziomu 1,75%-2,00% jeszcze w tym roku, co jest ekwiwalentem siedmiu ruchów po 25 p.b. W kolejnym roku kropki wskazują na 3-4 podwyżki i utrzymanie poziomu stóp w roku 2024, czyli powyżej poziomu neutralnego wskazanego w okolicy 2,4%. Projekcja dynamiki wzrostu PKB w USA w tym roku została obniżona z 4% do 2,8%, a inflacja bazowa PCE, preferowana przez FED miara inflacji, podniesiona z 2,7% do 4,1%. Projekcje inflacji CPI i bazowej zostały podniesione również na kolejne lata. Wydzwięk posiedzenia był jednoznacznie jastrzębi. Powell zasugerował, że są możliwe podwyżki o 50 p.b. Na koniec marca rynek wycenia jeszcze 200 p.b. podwyżek do końca 2022, co odpowiada ruchom 2x50 i 4x25 p.b. Oczekuje się, że na posiedzeniu w maju FED ogłosi redukcję bilansu banku centralnego (QT).

Przyspieszenie oczekiwanych podwyżek powoduje wyraźne wzrosty rentowności krótkoterminowych i płaszczenie się amerykańskiej krzywej dochodowości. W trakcie miesiąca rentowność obligacji amerykańskich dwuletnich wzrosła z 1,43% do 2,33%, 5-letnich z 1,72% do 2,46%, 10-letnich z 1,83% do 2,34%, a 30-letnich z 2,16% do 2,45%. W tym okresie 5-letnie oczekiwania inflacyjne w USA wzrosły z 3,15% do 3,43%, a 10-letnie wzrosły z 2,62% do 2,83%. W efekcie realne stopy procentowe wzrosły, jednak ciągle pozostają ujemne.

Ze względu na jeszcze nierozpoczęty i troszkę oddalony horyzont cyklu podwyżek stóp procentowych wyraźnego płaszczenia się krzywej dochodowości nie widać jeszcze na krzywej eurowej stopy procentowej. Rentowności obligacji niemieckich 2-letnich wzrosły z -0,53% do -0,07%, a 10-letnich z 0,14% do 0,55%.

W marcu spready kredytowe peryferii strefy euro zawężyły się, co oznacza że rentowności obligacji krajów południa Europy rosną wolniej niż rentowności obligacji niemieckich. Różnica rentowności między 10-letnią obligacją włoską, a niemiecką spadła z 157 do 149 p.b. Marzec był bardzo dobrym miesiącem dla obligacji krajów rozwijających się denominowanych w euro i dolarze. Najmocniej odbiły obligacje krajów Europy Środkowo - Wschodniej i Bałkanów, które zostały silnie poturbowane

w lutym. Spready obligacji niektórych krajów skompresowały się do poziomów z połowy lutego sprzed wybuchu wojny. Można uznać ten ruch za bardzo optymistyczny mając na uwadze rozpoczynanie cyklu zacieśniania polityki pieniężnej przez główne banki centralne oraz funkcjonowanie w okresie niepewności ze względu na ciągle trwającą wojnę. Rosnące rentowności na rynkach bazowych przyczyniły się tylko do niewielkiej przeceny w segmencie obligacji korporacyjnych high-yield.

Zacieśnianie polityki pieniężnej kontynuuje Bank Anglii oraz banki centralne Norwegii i Kanady, które podniosły stopy o 0,25%. Kolejnych podwyżek stóp procentowych dokonały banki centralne w regionie. Czeski bank centralny podwyższył główną stopę procentową z 4,5% do 5%. Węgierski bank centralny podniósł główną stopę z 3,4% do 4,4%, a 1-tygodniowa stopa depozytowa, która efektywnie wpływa na rynek została podniesiona do poziomu 6,15%.

Marzec był bardzo burzliwym miesiącem na polskim rynku obligacji i stopy procentowej. Początek miesiąca to też gwałtowne osłabienie polskiego złotego, co wymusiło na RPP mocniejszą reakcję. W marcu przedstawiono projekcje makroekonomiczne, które odzwierciedlają pierwsze efekty wojny w Ukrainie. Ich główne przesłanie jest proste i zbliżone do tych, która płynie z banków centralnych: „Trochę mniej wzrostu gospodarczego, dużo więcej inflacji”.

Projekcja wzrostu PKB na 2022 została obniżona z 4,9% do 4,4% i do 3% w roku 2023. Średnioroczna projekcja inflacji CPI wskazuje 10,8% w roku bieżącym, 9% w roku przyszłym i 4,2% w 2024 r. RPP podniosła główną stopę procentową o 75 p.b. do 3,5%. W komunikacie oraz na konferencji prezesa Głapińskiego nacisk został położony na walkę z inflacją oraz wskazaniu na dużo silniejsze fundamenty polskiej waluty niż kurs walutowy kształtujący się na początku marca. Tak silny wzrost inflacji w projekcji napędził oczekiwania na dalsze podwyżki stóp procentowych. Informacja o zamiarze obniżenia stawki podatkowej PIT z 17% do 12% była kolejnym argumentem za utrzymaniem, a nawet zwiększeniem zakładów na wyższe stopy procentowe.

W momencie pisania komentarza znany jest też wstępny odczyt inflacji CPI, który wyniósł 10,9%, i był znacznie powyżej konsensusu rynkowego. Jest to efekt dynamicznego przyspieszenia inflacji m/m, aż o 3,2% wynikającego w dużej mierze z wzrostu cen paliw.

Na koniec marca rynek wyceni osiągnięcie stopy referencyjnej na poziomie 5,75% w drugiej połowie roku. Krzywa stopy procentowej uległa jeszcze mocniejszej inwersji, co oznacza, że różnica między stopą 2-letnią a 10-letnią zwiększyła się. Stopa 2-letnia wzrosła z poziomu 4,68% do 5,77%, 5-letnia wzrosła z 4,14% do 5,16%, a 10-letnia wzrosła z 3,91% do 4,74%.

W minionym miesiącu polskie obligacje skarbowe znalazły się pod dużą presją. Wzrosty rentowności były jeszcze mocniejsze niż wzrosty stawek w swapach, co powodowało rozszerzenie się spreadu asset swap. Rentowności obligacji 2-letnich wzrosły z 4,03% do 5,53%, 5-letnich z 4,3% do 5,65%, a 10-letnich z 4,1% do 5,22%. Jest to prawdopodobnie efekt oczekiwanej większej podaży obligacji w przyszłości w związku z wydatkami zbrojeniowymi, przedłużaniem tarczy antyinflacyjnej oraz ubytkiem dochodów po oczekiwanym obniżeniu stawki PIT. Do końca marca banki przygotowywały też środki pod nową, wyższą stopę rezerwy obowiązkowej, co powodowało spadek popytu na polskie obligacje z ich strony. Negatywnie na rynek obligacji wpływały odpływy z funduszy inwestycyjnych, w szczególności w szczególności w segmencie obligacji zmiennokuponowych. Skarbowki o zmiennym kuponie przereceńły się od 0,5% do nawet 2%.

W marcu Ministerstwo Finansów przeprowadziło jedną aukcję zamiany oraz jedną aukcję regularną. Na pierwszej sprzedano obligacje za 1,6 mld zł przy popycie 2,1 mld zł. Największą popularnością cieszyła się 5-letnia obligacja zmiennokuponowa. Na aukcji regularnej sprzedano obligacje za 3 mld zł przy popycie 4 mld zł. Największe zainteresowanie skupiło się na 5-letnim i 10-letnim benchmarku stałokuponowym. W drugim kwartale Ministerstwo Finansów planuje przeprowadzić 4-5 przetargów sprzedaży obligacji z podażą 20-35 mld zł oraz 1-2 aukcje zamiany. W kwietniu aukcje regularne są planowane na 12 oraz 21 kwietnia, na których mają zostać zaoferowane obligacje za 5-12 mld zł.

W bieżącym miesiącu możliwość przeprowadzenia przetargu obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa dopuszcza BGK. Stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł na koniec miesiąca 89 mld zł, a potrzeby pożyczkowe brutto na 2022 są zrealizowane w 61%.

W bieżącym miesiącu dla polskiego rynku obligacji najważniejsza będzie decyzja RPP - 6 kwietnia oraz komunikacja ze strony RPP, w szczególności konferencja prezesa NBP. Będzie to moment na weryfikację bieżącej wyceny ścieżki podwyżek. Warto będzie też obserwować sygnały z posiedzenia EBC. Banki centralne obrały kurs na walkę z inflacją, a dane makroekonomiczne w kolejnych miesiącach będą pokazywać jak trudne będzie to zadanie. Kluczowe będą też informacje zza wschodniej granicy. Odpowiednio 10 i 24 kwietnia odbywa się pierwsza i druga runda wyborów we Francji. Ewentualny inny scenariusz niż zwycięstwo dotychczas urzędującego prezydenta mogłoby przynieść na rynku dużo nerwowości.

PRZEGLĄD RYNKÓW

DANE NA 31.03.2022

INDEKSY ŚWIATOWE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
S&P500	4530.41	3.58%	-4.9%	14.0%
DJIA	34678.35	2.32%	-4.6%	5.1%
NASDAQ	14220.52	3.41%	-9.1%	7.4%
CAC40	6659.87	0.02%	-6.9%	9.8%
FTSE100	7515.68	0.77%	1.8%	11.9%
DAX	14414.75	-0.32%	-9.3%	-4.0%
NIKKEI225	27821.43	4.88%	-3.4%	-4.7%
SHANGHAI COMP	3252.20	-6.07%	-10.6%	-5.5%
RTS	1021.28	9.00%	-36.0%	-30.9%
ISE 100	2233.30	14.75%	20.2%	60.5%
BOVESPA	119999.23	6.06%	14.5%	2.9%
SENSEX	58568.51	4.13%	0.5%	18.3%

STOPY PROCENTOWE (ZMIANA W P.B.)

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIBOR 3M	4.77	112	223	456
Polska 2 lata PLN	5.53	149	214	546
Polska 5 lat PLN	5.65	136	168	474
Polska 10 lat PLN	5.22	113	155	365
Polska 10 lat EUR	0.03	0	0	0
Polska 10 lat USD	2.69	31	123	165
USA 10 lat	2.34	51	83	60
Niemcy 10 lat	0.55	41	73	84
High Yield USD	6.01	39	180	178
High Yield EUR	1.01	34	81	98

INDEKSY POLSKIE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
WIG20 TR	3993.38	6.7%	-5.9%	12.5%
WIG	64900.36	6.1%	-6.3%	11.7%
mWIG40 TR	6513.43	4.1%	-9.6%	12.6%
sWIG80 TR	26384.83	8.0%	-1.7%	9.6%
MSCI Poland	1407.58	5.2%	-6.7%	9.6%

SUROWCE

	kurs	miesiąc	ytd	rok
ROPA BRENT	107.91	6.9%	38.7%	69.8%
ZŁOTO	1,937.44	1.5%	5.9%	13.5%
SREBRO	24.79	1.4%	6.4%	1.5%
MIEDŹ	475.10	6.9%	6.4%	18.9%
ALUMINIUM	3,483.61	3.2%	24.3%	58.8%
GAZ ZIEMNY	5.64	28.2%	51.3%	116.3%

POLSKA Y/Y

USA Y/Y

STREFA EURO Y/Y

UE Y/Y

	POLSKA Y/Y				USA Y/Y				STREFA EURO Y/Y				UE Y/Y			
	najnowsze	za okres	poprzednie	za okres	najnowsze	za okres	poprzednie	za okres	najnowsze	za okres	poprzednie	za okres	najnowsze	za okres	poprzednie	za okres
PKB	7.30	4 kw. 2021	5.30	3 kw. 2021	5.50	4 kw. 2021	4.90	3 kw. 2021	4.60	4 kw. 2021	4.00	3 kw. 2021	4.80	4 kw. 2021	4.20	3 kw. 2021
Inflacja	10.90	mar 22	8.50	lut 22	7.90	lut 22	7.50	sty 22	7.50	mar 22	5.90	lut 22	6.20	lut 22	5.60	sty 22
Sprzedaż detaliczna	16.50	lut 22	20.00	sty 22	17.60	lut 22	14.00	sty 22	7.80	sty 22	2.10	gru 21	8.30	sty 22	2.90	gru 21
Produkcja przemysłowa	17.60	lut 22	18.00	sty 22	7.45	lut 22	3.64	sty 22	-1.30	sty 22	2.00	gru 21	0.40	sty 22	2.80	gru 21
Stopa bezrobocia	5.50	lut 22	5.50	sty 22	3.60	mar 22	3.80	lut 22	6.80	lut 22	6.90	sty 22	6.20	lut 22	6.30	sty 22

Dane w kolumnie PKB „poprzednie” są o kwartał starsze. Dane w kolumnach Inflacja, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa i stopa bezrobocia „poprzednie” są o miesiąc starsze.

Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie powinien być rozumiany jako materiał o charakterze doradczym lub jako podstawa do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Nie powinien też być rozumiany jako rekomendacja inwestycyjna. Wszystkie opinie i prognozy przedstawione w tym opracowaniu są jedynie wyrazem opinii autorów w dniu publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Skarbiec TFI SA nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania. Wymagane prawem informacje dotyczące subfunduszy, w tym o czynnikach ryzyka inwestycyjnego znajdują się w prospekcie informacyjnym SKARBIEC FIO i Kluczowych Informacjach dla Klientów, dostępnych w siedzibie SKARBIEC TFI SA w serwisie skarbiec.pl i w sieci sprzedaży. Subfundusze nie gwarantują osiągnięcia określonego celu i wyniku inwestycyjnego, a uczestnik ponosi ryzyko utraty części wpłaconych środków.