



MICHAEL/STRÖM
DOM MAKLEERSKI

Miesięcznik - Listopad

Tomasz Wronka, Zarządzający Portfelami Funduszy

Bartosz Wałęcki, Analityk

Za nami przedostatni miesiąc obecnego roku, dość intensywny z punktu widzenia danych i wydarzeń makroekonomicznych w kraju i na świecie. Tym razem jednak, w przeciwieństwie do poprzednich miesięcy, trudno było o pozytywne zaskoczenia: większość publikacji danych makroekonomicznych z polskiej gospodarki przyniosła wyraźne rozczarowanie. Spadek aktywności ekonomicznej stabilnie postępuje, co dzieje się przy bardzo złych nastrojach, zarówno wśród gospodarstw domowych, jak i w sektorze przedsiębiorstw.

Co warto wiedzieć?

WIRON: 1 grudnia br. GPW Benchmark - spółka będąca administratorem wskaźników referencyjnych, opublikowała dokumentację indeksów WIRON oraz Rodziny Indeksów Składanych WIRON. W praktyce, oznacza to możliwość stosowania indeksu WIRON jako wskaźnika referencyjnego w umowach finansowych, instrumentach finansowych, a także i w funduszach inwestycyjnych.

Obligacje Skarbu Państwa: Jak wynika z obliczeń portalu Obligacje.pl listopadowa sprzedaż detalicznych papierów skarbu państwa wyniosła ok. 2,1 mld zł. Jest to najniższy wynik od dwóch lat. Według przyjętego we wrześniu przez Radę Ministrów projektu ustawy budżetowej, w 2023 r. resort finansów zamierza pozyskać 41,3 mld zł netto z emisji obligacji detalicznych (emisje minus wykupy). Plan ten może być trudny do osiągnięcia (biorąc pod uwagę listopadową wartość sprzedaży).

Bank Światowy : Jacek Kurski rozpoczął pracę jako Alternate Executive Director szwajcarsko-polskiej konstyтуanty w Grupie Banku Światowego w Waszyngtonie. Były prezes TVP otrzymał nominację od prezesa NBP prof. Adama Glapińskiego. Powyższe oznacza rezygnację z części aktywności na polskiej scenie politycznej.

Węgry – paliwa: Węgierski koncern naftowo-gazowy MOL poinformował o nasilających się problemach dotyczących dostaw paliw i zagrożeniu dla ich bezpieczeństwa. W związku z tym, na wniosek MOL-a, rząd Węgier zdecydował o zniesieniu obowiązującego od listopada 2021 r. limitu cen na paliwo. Decyzja o zniesieniu limitu została ogłoszona od razu w węgierskim dzienniku urzędowym i weszła w życie we wtorek (06.12) o godzinie 23. Odgórnie ustalony limit wynosił 480 forintów (ok. 5,50 zł) i został wprowadzony przed zbliżającymi się w tamtym czasie wyborami parlamentarnymi. Obecne zniesienie limitu cen oznacza, że z dnia na dzień ceny paliw skoczyły o ponad 40 proc.

USA – wybory *midterm*: Partii Demokratycznej udało się utrzymać przewagę w Senacie po wyborach „połówkowych”. W wyborach do Izby Reprezentantów zwyciężyli natomiast Republikanie. Będą mieć oni 222 mandaty, zaś Demokraci 213. Wybory *midterm* uważane są w pewnym stopniu za ocenę działalności prezydenta w pierwszej połowie jego kadencji. Ostateczne wyniki wyborów okazały się lepsze niż się spodziewano dla Partii Demokratycznej. Republikanom udało się przejąć tylko Izbę Reprezentantów. Oznaczać to może pewien zastój ustawodawczy, ograniczający się do wprowadzania tylko inicjatyw popieranych jednocześnie przez obie partie. Po ogłoszeniu wstępnych wyników wyborów Donald Trump zapowiedział, że wystartuje w wyborach prezydenckich 2024 r.

Embargo na rosyjską ropę: Państwa Unii Europejskiej zgodziły się na ustalenie maksymalnej ceny na zakup rosyjskiej ropy naftowej. Wypracowanie porozumienia opóźniła Polska, która chciała niższego limitu. Maksymalna cena, za którą członkowie Unii Europejskiej będą mogli kupować rosyjską ropę naftową w długoterminowych kontraktach, została ustalona na 60 dol. za baryłkę. Firmy ubezpieczające tankowce i transport ropy po

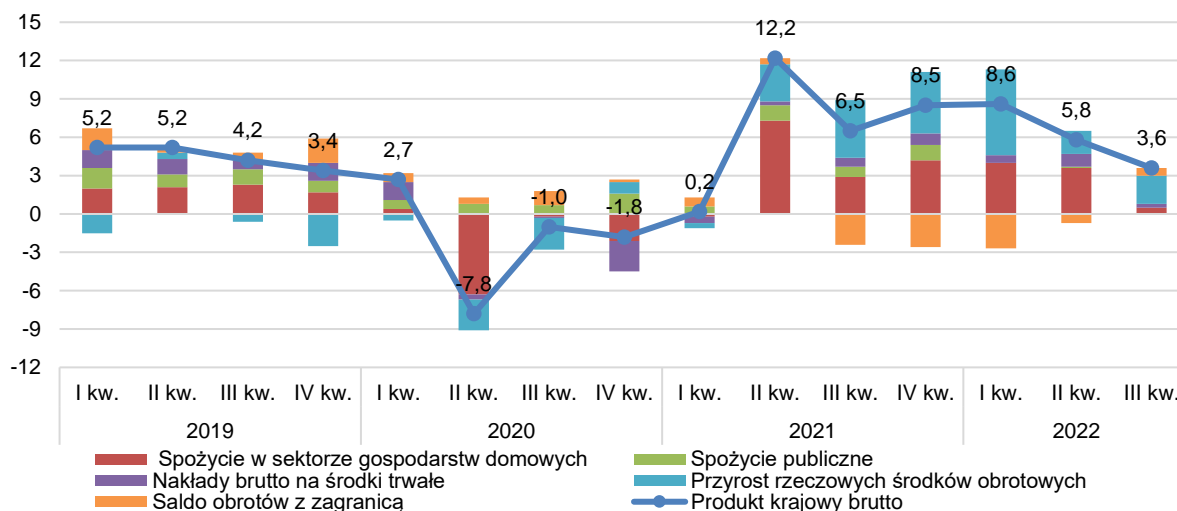
wprowadzeniu limitu cenowego nie mogą ubezpieczać statków przewożących rosyjską ropę - niezależnie od jej przeznaczenia - o ile nie została ona sprzedana w ramach wyznaczonego pułapu.

Dane makroekonomiczne

	Polska	UE	USA
PKB (r/r)	3,6%	2,3%	2,9%
Inflacja (r/r)	17,4%	10,0%	7,7%
PMI dla usług	-	48,5	46,2
PMI dla przemysłu	43,4	47,1	47,7
Sprzedaż detaliczna (r/r)	18,3%	-2,7%	8,3%
Stopa bezrobocia	5,1%	6,5%	3,7%
Główne stopy procentowe	6,75%	2,0%	3,75%-4,0%

Jak wskazywaliśmy w poprzednich publikacjach, dotychczasowe odczyty „twardych wskaźników” wyraźnie wychylały się in-plus wobec mocno recesyjnych wyników badań ankietowych. W perspektywie kolejnych miesięcy scenariuszem bazowym wydaje się być istotnie szybsze tempo hamowania naszej gospodarki. Negatywne efekty wysokiej inflacji, zacieśniania polityki monetarnej, spowolnienie gospodarcze u największych partnerów handlowych oraz niepewność, związana z kryzysem energetycznym i trwającą wojną w Ukrainie będą mocno ograniczać konsumpcję, inwestycje oraz popyt zewnętrzny.

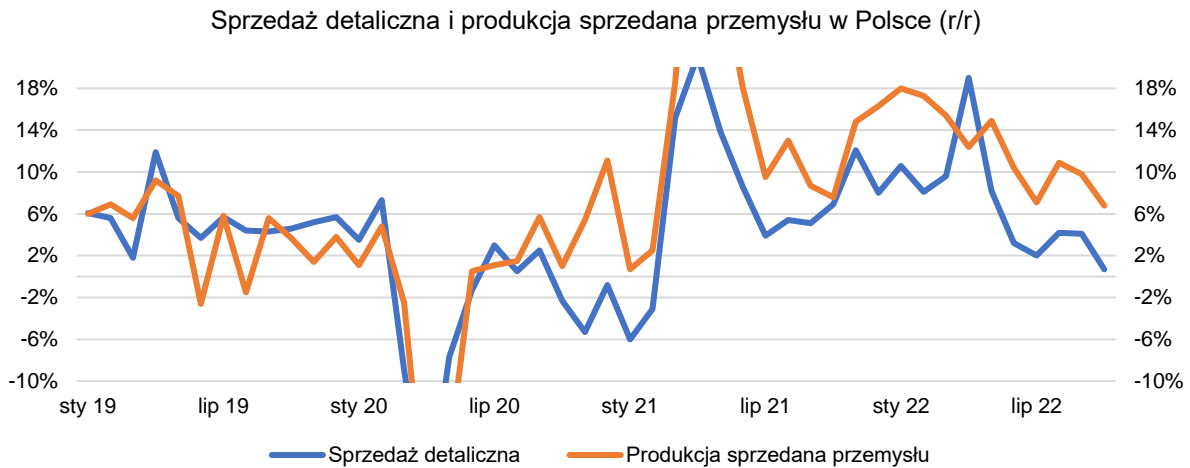
Składowe dynamiki PKB w Polsce (w %)



Źródło: GUS

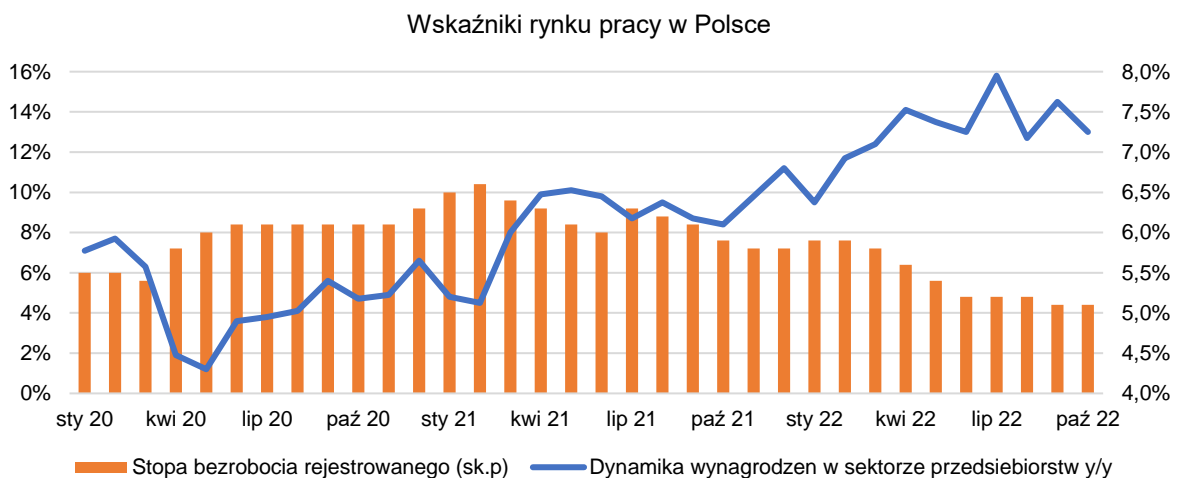
Zacznijmy o danych za PKB w III kwartale br. Choć dynamika w ujęciu rocznym okazała się nieco wyższa od informacji sygnałnej i wyniosła 3,6%, to struktura wzrostu nie pozostawia już większych złudzeń. Zarówno konsumpcja jak i inwestycje zaskoczyły negatywnie (choć lepszym określeniem byłoby, że okazały się słabe, bo też oczekiwania, szczególnie wobec inwestycji nie były wygórowane). Wciąż zadziwiająco mocno na wzrost PKB wpływa przyrost poziomu zapasów, chociaż biorąc pod uwagę perspektywy zarówno konsumpcji jak i inwestycji stan taki raczej nie potrwa długo i kwestią czasu będzie ujemna kontrybucja tego czynnika do wzrostu

gospodarczego. Z danych można wysunąć dwa istotne wnioski. Po pierwsze: ryzyko dla tempa wzrostu PKB w przyszłym roku skłania się wyraźnie w stronę niższej dynamiki (być może nawet ujemnej za cały 2023 rok). Po drugie natomiast, struktura wzrostu staje się coraz bardziej dezinflacyjna poprzez widoczną już wyraźnie destrukcję popytu. Oba wnioski wspierają scenariusz o zakończeniu cyklu podwyżek stóp procentowych przez RPP, a w przypadku szybszego spadku inflacji nie można wykluczyć rozpoczęcia łagodzenia polityki monetarnej końcem przyszłego roku (co ponownie zaczyna dyskontować rynek stóp procentowych).



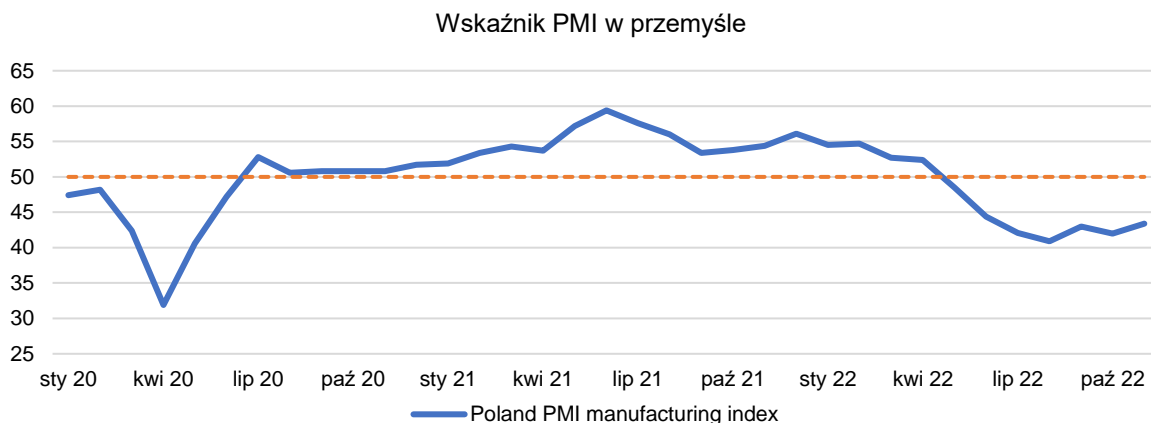
Źródło: GUS

Na dalsze spowolnienie wydatków konsumpcyjnych wskazują również dane o sprzedaży detalicznej w październiku, której dynamika zwolniła do poziomu 0,7% realnie w ujęciu rocznym. W zasadzie trudno znaleźć kategorię dóbr, która nie zanotowała obniżenia dynamik rocznych wobec poprzedniego odczytu. Spadek realnej siły nabywczej, bardzo słabe nastroje oraz oczekiwany wzrost kosztów utrzymania skłaniają konsumentów do ograniczania wydatków, szczególnie w kategoriach niestanowiących dóbr pierwszej potrzeby. Prawdopodobnie podobne tendencje postępują w segmencie usług konsumpcyjnych (tych dane o sprzedaży nie obejmują) i nie należy raczej oczekiwać ich szybkiego odwrócenia.



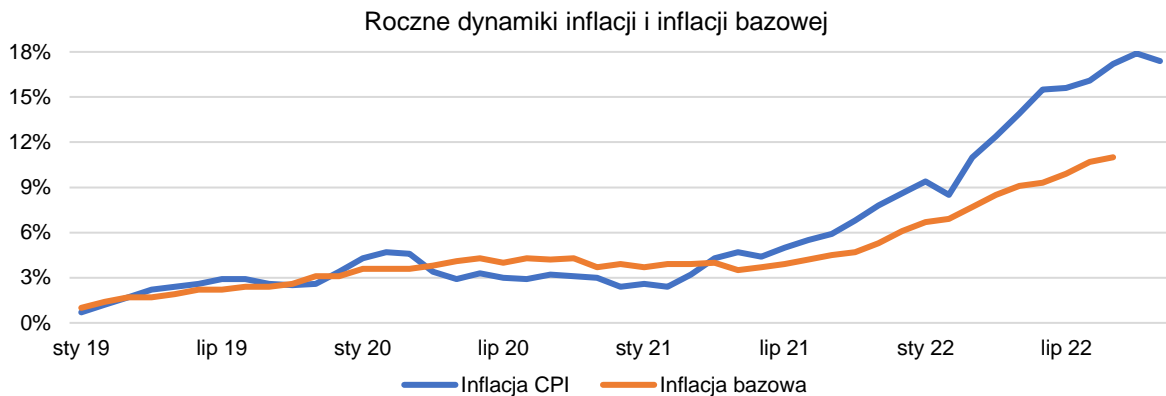
Źródło: GUS

Czynnikiem podtrzymującym realną konsumpcję w tym roku niewątpliwie był mocny rynek pracy. Wysokie dynamiki wynagrodzeń, podbijane dodatkami inflacyjnymi czy jednorazowymi premiami od pewnego czasu przegrywają już wyraźnie ze wzrostem inflacji. Sygnałem ostrzegawczym mogą być dane z października, które wskazały w ujęciu miesięcznym na stabilizację wynagrodzeń (0% m/m wobec września br). Tym samym roczny wzrost nominalnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw spadł do poziomu 13%. Pewnym pocieszeniem może być dość dobry, choć w części uzasadniony sezonowością, wzrost zatrudnienia w październiku (0,1% m/m i 2,4% r/r). Dalsze perspektywy rynku pracy nie rysują się jednak w jasnych barwach. Po pierwsze, w ślad za spowalniającą gospodarką popyt na pracę i pozycja negocjacyjna pracowników ulegnie pewnej erozji. Po drugie, ostatnie dane o wynikach finansowych przedsiębiorstw w III kwartale br. wskazują już na wyraźne pogorszenie zarówno samych wyników finansowych brutto jak i marż, głównie pod wpływem szybko rosnących kosztów i bariery popytowej (co oznacza niskie możliwości przeliczenia wyższych kosztów na cenę finalną produktu). Ten czynnik będzie również istotnym elementem ograniczającym wzrost zatrudnienia jak i skłonność przedsiębiorstw do ponoszenia wyższych kosztów wynagrodzeń. Niewiadomą jednak pozostaje wpływ wysokiej podwyżki płacy minimalnej w 2023 roku na ogólny poziom wynagrodzeń w gospodarce.



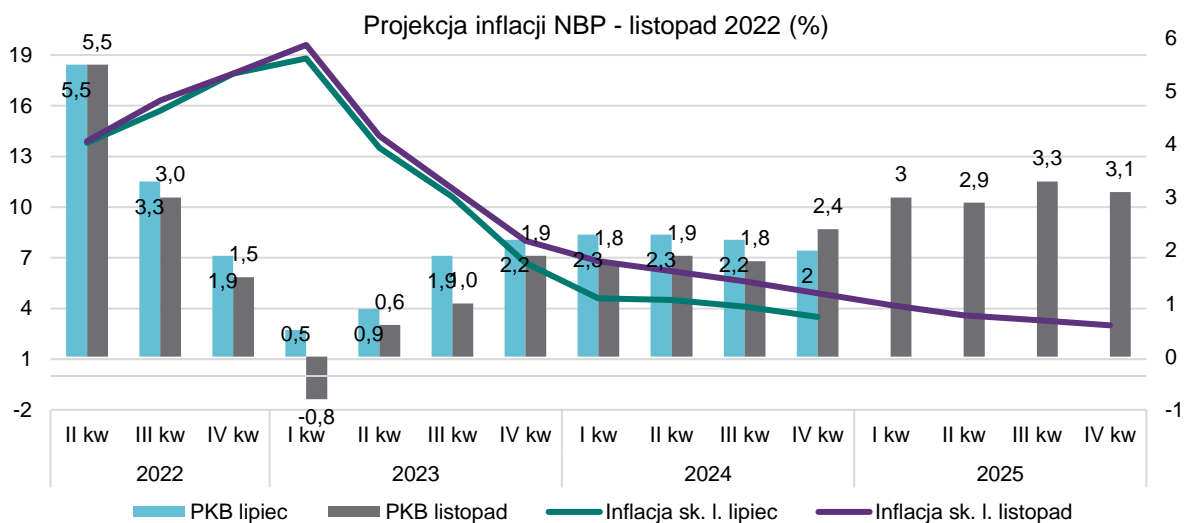
Źródło: Bloomberg

Dane o produkcji sprzedanej przemysłu również zaskoczyły negatywnie 6,8% dynamiką w ujęciu rocznym wobec mediany prognoz ekonomistów na poziomie 7,8%. Spadki w ujęciu miesięcznym wykazała większość działów produkcji. Jednocześnie wyraźnie obniżył się wskaźnik inflacji cen producentów z 24,6% we wrześniu do 22,8% w październiku, co związane było głównie z niższymi cenami w górnictwie. Główna kategoria, jaką jest przetwórstwo przemysłowe również wykazuje spadkową tendencję cenową w ujęciu rocznym (18,9% r/r vs 19,5%), jednak w dużym stopniu wynika ona z efektu bazy. Wzrost cen o 1,4% w ujęciu miesięcznym trudno bowiem uznać za przejaw spadku presji inflacyjnej. Pewnym zaskoczeniem, tym razem pozytywnym, były październikowe dane o produkcji budowlano-montażowej, która wzrosła 3,9% w ujęciu rocznym. Było to efektem zwiększenia sprzedaży przez firmy, wykonujące specjalistyczne roboty budowlane oraz prawdopodobnie przesunięciem części robót na październik (zaskakująco słabe dane we wrześniu). Nie zmienia to jednak istotnie widocznego trendu spadku aktywności w sektorze i ujemne roczne dynamiki produkcji budowlano-montażowej będą kwestią już najbliższych miesięcy.



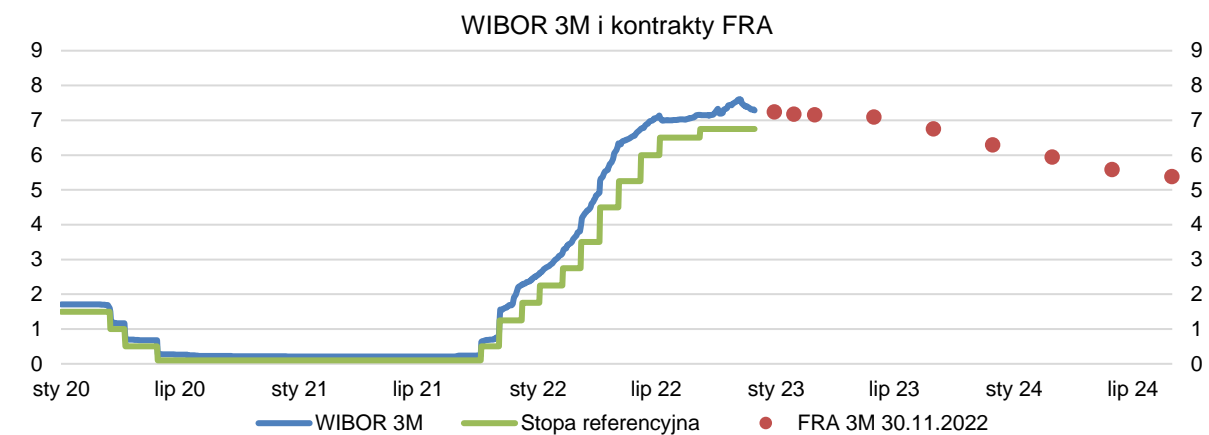
Źródło: GUS

Dane finalne o inflacji w październiku potwierdziły wcześniejszy komunikat sygnały. Wzrost cen w ujęciu miesięcznym wyniósł 1,8%, co przełożyło się na 17,9% dynamikę w skali roku. W kompozycji inflacji zaskoczyły przede wszystkim ceny żywności, które wzrosły o 2,9% w ujęciu miesięcznym. Z pozostałych kategorii wysokie dynamiki w ujęciu miesięcznym pokazały: odzież i obuwie (+3,2%), transport (+3,1%) oraz edukacja (+2%). Inflacja bazowa z kolei, po wyłączeniu cen żywności i energii osiągnęła rekordowy (jak na razie) poziom 11%. Na moment pisania komentarza znany jest również wstępny szacunek inflacji za listopad, która w ujęciu rocznym wyniosła 17,4%. To pierwszy spadek tego wskaźnika w zasadzie od czerwca ubiegłego roku (pomijam oczywiście luty br. gdzie na dynamice zaważyły mocno efekty tzw. tarczy antyinflacyjnej). Głównym powodem niższej dynamiki wskaźnika były ceny energii i paliw. Wciąż relatywnie mocno rosły natomiast ceny żywności (1,7% m/m). Inflacja bazowa prawdopodobnie wzrosła powyżej 11%. Perspektywy inflacji co do kierunku wydają się dość pewne: szczyt zaobserwujemy w I kwartale przyszłego roku wraz ze wzrostami cen energii oraz paliw (m.in. nowe taryfy, powrót podatku VAT do wcześniejszych stawek, efekty bazowe), a następnie spadek rocznych dynamik cen wydaje się silnym rynkowym konsensusem. Niewiadomą pozostaje oczywiście tempo powrotu inflacji do niższych poziomów. Choć zarówno globalnie, jak i lokalnie widzimy od pewnego czasu powody do optymizmu, to nie jest to scenariusz pozbawiony ryzyka. Największym z nich w przyszłym roku pozostają ceny gazu i energii. Jednocześnie uwagę przykuwa gospodarka chińska, trapiąca izolacjami z powodu restrykcyjnej polityki walki z pandemią Covid-19, co w dłuższej perspektywie może zaważyć na kolejnych problemach z łańcuchami dostaw.



Źródło: NBP

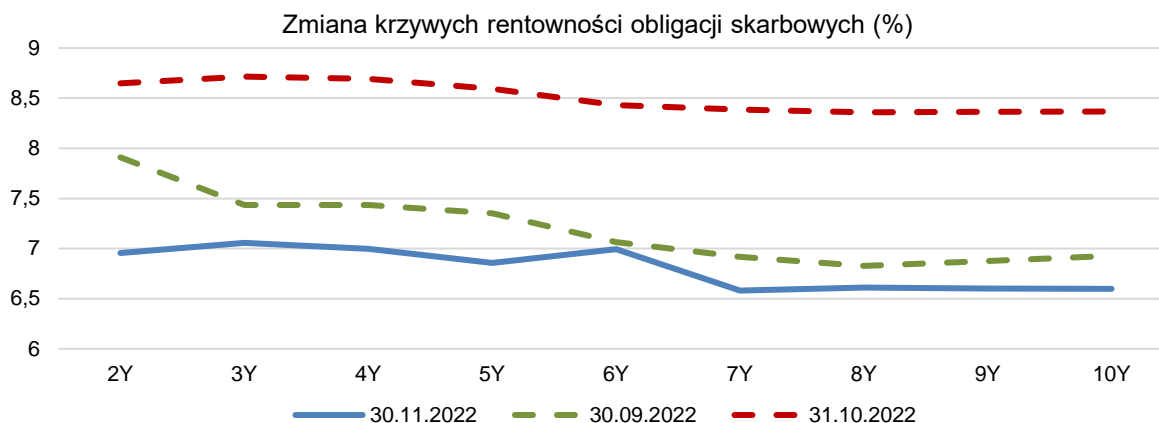
Wyniki listopadowego posiedzenia RPP nie przyniosły przełomu i Rada pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna 6,75%). Tak, jak wskazywaliśmy miesiąc temu po październikowym posiedzeniu, poprzeczka do kontynuacji cyklu podwyżek została zawieszona wysoko. Fakt, że w momencie podejmowania decyzji członkom RPP znana była listopadowa projekcja inflacji, pokazuje, jak zaskakująco wysoko. Wynika to z faktu, że zdaniem analityków NBP ścieżka inflacji będzie wyraźnie wyższa niż wcześniej zakładano, a powrót do celu nastąpi nie wcześniej niż w 2025 roku. Jednocześnie obniżono projekcje wzrostu PKB w najbliższych kwartałach oraz w kolejnych latach. Trudno zatem nie odnieść wrażenia, że większość członków RPP obawia się dalszych kosztów gospodarczych, jakie pociągałoby za sobą kontynuowanie cyklu podwyżek stóp procentowych. W efekcie tego dbałość o wzrost gospodarczy i rynek pracy stała się istotniejszym celem niż szybszy powrót inflacji do celu. Oznacza to w praktyce zakończenie cyklu (choć sama RPP wskazuje jedynie na jego zawieszenie) i prawdopodobnie utrzymywanie stabilnych stóp procentowych w przyszłym roku.



Źródło: Bloomberg. Stan na 30.11.2022.

Zmienność nastrojów i notowań na krajowym rynku długu i stóp procentowych w tym roku można śmiało porównać do jazdy roller-coasterem. Nie inaczej było w listopadzie: po silnej przecenie obligacji skarbowych w październiku rentowności na krajowym rynku długu w zasadzie tępnęły. Sprzyjały temu spadające dochodowości na rynkach bazowych, dla których katalizatorem był niższy od oczekiwań odczyt inflacji w USA. Choć nie zmienił on istotnie percepcji rynku, co do poziomu stopy terminalnej Fed (5%) to w towarzystwie słabszych informacji o koniunkturze wyraźnie wzmocnił oczekiwania na rozpoczęcie cyklu obniżek stóp procentowych w USA końcem przyszłego roku. Niemniej jednak istotne dla notowań naszych obligacji pozostały czynniki krajowe. Decyzja RPP oraz bardzo słabe dane makroekonomiczne skłoniły wreszcie uczestników rynku do istotnego przeszacowania w dół ścieżki stóp procentowych. Końcem października rynek stopy procentowej wycenił łącznie 125 punktów bazowych podwyżek stopy referencyjnej do końca I kwartału 2023 roku, czyli do poziomu 8%. Na koniec listopada kontrakty FRA na trzymiesięczny WIBOR sugerują już stabilizację stopy referencyjnej na obecnym poziomie 6,75%, a nawet możliwość jej obniżki w ostatnim kwartale przyszłego roku. Jednocześnie nastroje rynkowe poprawiły zapowiedzi członków rządu, dotyczące zwiększenia dyscypliny fiskalnej oraz pojawiły się również informacje, dające większe nadzieje na odblokowanie środków unijnych w ramach Krajowego Programu Odbudowy. Sygnałem zmiany nastawienia do krajowych obligacji był również udany przetarg papierów o wartości prawie 6 mld złotych. Ostatecznie krzywa rentowności papierów stałokuponowych spadła na koniec listopada praktycznie równolegle o ponad 170 punktów bazowych. Tym samym obligacje dwuletnie na koniec listopada oferowały rentowność na poziomie 6,96%, pięcioletnie 6,85%, a papiery dziesięcioletnie 6,60%. Indeks Treasury Bond Spot Poland zanotował w ubiegłym miesiącu blisko 7% stopę zwrotu. Pomimo silnego spadku rentowności spready asset swap

tylko nieznacznie się obniżyły i pozostają na relatywnie wysokich poziomach. Wzrosły również ceny papierów zmiennokuponowych, jednak wciąż dyskonta pozostają relatywnie wysokie, szczególnie w segmencie średnio i długoterminowym.



Źródło: Bloomberg

Tak, jak wskazywaliśmy w ubiegłym podsumowaniu miesiąca październikowe poziomy rentowności okazały się atrakcyjnym punktem do budowania długoterminowej ekspozycji na krajowe obligacje skarbowe o stałym oprocentowaniu. Zaawansowane i silnie zdyskontowane cykle podwyżek stóp procentowych, zarówno w Polsce jak i na rynkach bazowych, spowolnienie gospodarcze, oraz widoczne pierwsze sygnały procesów dezinflacyjnych (związane głównie z odbudową łańcuchów dostaw czy spadkiem cen wielu surowców) powinny ograniczać wzrosty rentowności na rynkach długu, szczególnie w segmencie papierów długoterminowych. Jednocześnie jednak, tak jak również wskazywaliśmy w poprzednich miesięcznikach, dużym ryzykiem dla perspektyw polskich papierów skarbowych pozostaje obecnie polityka fiskalna i jej konsekwencje dla wzrostu potrzeb pożyczkowych państwa. W krótkiej perspektywie oczekujemy wciąż podwyższonej zmienności, która będzie wynikać bardziej z sytuacji na rynkach bazowych (ważne grudniowe decyzje największych banków centralnych – Fed-u i EBC) niż z czynników lokalnych. Choć długoterminowo wciąż nasze nastawienie do obligacji skarbowych pozostaje pozytywne, to z taktycznego punktu widzenia obecne poziomy rentowności krajowych obligacji z oczywistych względów nie wyglądają już bardzo atrakcyjnie.

Najważniejsze z rynku obligacji korporacyjnych

1. KNF

Wartość nominalna oferowanych inwestorom detalicznym papierów dłużnych, które nie będą przedmiotem giełdowego obrotu, będzie musiała sięgać co najmniej 40 tys. euro. Dotyczyć ma to tych obligacji, które oferowane będą inwestorom detalicznym. Proponowane rozwiązanie opiera się na założeniu, że klient detaliczny, będący osobą fizyczną, który dokonuje inwestycji o wartości co najmniej 40.000 euro będzie postępował w sposób staranny, a inwestycja poprzedzona zostanie bardziej wnikliwą analizą ryzyka inwestycyjnego. Z kolei wyłączenie ograniczenia wartości nominalnej dla obligacji, które są lub będą wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym lub są notowane w alternatywnym systemie obrotu jest uzasadnione większą transparentnością emitentów, którzy realizują obowiązki informacyjne. Przepis ten ograniczy również skalę ryzyka dla inwestorów nieprofesjonalnych przy zachowaniu możliwości dokonywania ofert obligacji o niższej wartości, pod pewnymi warunkami.

2. Rating

Agencja ratingowa EuroRating obniżyła rating kredytowy Banku Millennium S.A. z poziomu BB do BB-. Utrzymana została negatywna perspektywa ratingu.

Agencja Fitch Ratings podniosła długoterminową ocenę Spółki z BBB- do BBB+ (poziom inwestycyjny) z perspektywą stabilną. Decyzja tłumaczona jest przede wszystkim połączeniem z PGNiG. Analitycy uważają, że profil kredytowy połączonego koncernu ulegnie poprawie za sprawą większej skali działalności, jej dywersyfikacji oraz większych, stabilnych przepływów pieniężnych.

Agencja EuroRating nadała spółce KRUK S.A. pierwszy rating kredytowy na poziomie BB (poziom spekulacyjny) z perspektywą stabilną. Rating został nadany w związku z wejściem Spółki w skład indeksu WIG20.

3. Marvipol

Deweloper skupił w celu umorzenia obligacje o wartości nominalnej 18,6 mln zł. Pierwotna zapadalność skupionych obligacji to maj 2024 (MVP0524). Spółka wydała na ten cel 17,99 mln zł, oznacza to, że dług został skupiony za ok. 96% wartości nominalnej. Na koniec 3Q22 Marvipol wykazał 208 mln zł środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w związku z czym Spółka miała możliwość wykorzystania aktualnej sytuacji rynkowej do okazynego skupu wyemitowanego długu.

4. Dom Development

Spółka zapowiada terminowy wykup obligacji o wartości nominalnej 50 mln zł zapadających w grudniu, jednak nie zamierza przeprowadzać zwyczajowej refinansującej emisji obligacji o tej wartości.

Deweloper sprzedał inwestorowi z rynku PRS działkę na Bemowie za 90 mln zł, a także zawarł z nim umowę wartą 200 mln zł w ramach, której zrealizuje na tym gruncie osiedle mieszkaniowe (cztery budynki – 397 lokali).

5. Santander

Bank skorzysta z opcji wcześniejszego wykupu bankowych papierów wartościowych SPL1223 o wartości nominalnej 750 mln zł. Termin wcześniejszego wykupu BPW ustalono na 22 grudnia. Uplasowana przed rokiem emisja Santander to pierwsze bankowe papiery wartościowe, które trafiły do obrotu na GPW. Jako pierwsze na rynku zostały one też wyemitowane w zrównoważonym formacie, gdzie bank zobowiązał się przeznaczyć wpływy na finansowanie zielonych lub społecznych aktywów.

6. Cavatina

Spółka pozyskała 16,7 mln zł z publicznej oferty obligacji do 20 mln zł. Dług oprocentowane jest na WIBOR 3M + 6% marży i ma 3,5-letni tenor. W czterech tegorocznych emisjach obligacji w ramach publicznego prospektu Cavatina uplasowała łącznie 117,4 mln zł. Aktualny prospekt wygasa w styczniu.

7. Kruk

Windykator pozyskał kolejne 25 mln zł z publicznej emisji obligacji. Redukcja zapisów wyniosła 46%. Dług oprocentowany jest na WIBOR 3M + 4% marży (wysokość marży wzrosła o 0,7 pkt. proc. w stosunku do poprzednich tegorocznych emisji). Obecnie na GPW notowane jest 16 serii obligacji Kruka o łącznej wartości 1,35 mld zł.

8. Ronson

W czerwcu akcjonariusze dewelopera zdecydowali o warunkowej wypłacie dywidendy w wysokości niespełna 40 mln zł za 2021 rok. Podział zysku był uzależniony od tego, że wypłata ta nie wpłynie negatywnie na zdolność spółki do spłaty zadłużenia lub realizacji planów rozwojowych, w kontekście aktualnej sytuacji rynkowej i sytuacji na rynku nieruchomości. 30 listopada 2022 roku upłynął termin na podjęcie decyzji o spełnieniu się warunków wypłaty dywidendy. Decyzja nie została podjęta. Oznacza to, że cała kwota zysku za rok 2021 zostanie przeznaczona na kapitał zapasowy spółki.

9. P.A. Nova

Spółka sprzedała trzy projekty za łączną kwotę ok. 40 mln zł. Transakcja dotyczy parków handlowych w Chorzowie, Częstochowie, a także udziałów w spółce zależnej – właściciela parku handlowego w Zielonej Górze. Jak podaje Spółka, sprzedaż aktywów nastąpiła powyżej ich wycen księgowych. Według Spółki sprzedaż pozwoli na zmniejszenie długu netto o ok. 21 mln zł q/q.

Czy wiesz, że...

organizacja Mistrzostw Świata w Katarze mogła kosztować 200-220 mld USD? Jeżeli szacunki są prawdziwe, oznacza to, że impreza kosztowała więcej niż wszystkie poprzednie mistrzostwa razem wzięte. Powyższa kwota uwzględnia jednak wydatki infrastrukturalne, duża część infrastruktury była budowana praktycznie od zera. Sam system metra miał pochłonąć 36 mld USD, do tego dochodzą drogi i setki hoteli. Same stadiony miały kosztować ok. 6,5 mld USD, co stanowi niespełna 3% łącznych wydatków.



Tomasz Wronka

Zarządzający portfelami funduszy
Michael / Ström Dom Maklerski



Bartosz Wałecki

Analitik
Michael / Ström Dom Maklerski

ZASTRZEŻENIE PRAWNE

Wszelkie przedstawione analizy, komentarze i konkluzje stanowią osobiste poglądy autora wyrażone w oparciu o posiadaną fachową wiedzę dotyczącą funkcjonowania rynku finansowego.

Niniejszy materiał jest publikacją handlową Michael / Ström Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie

Niniejszy materiał:

- a) nie stanowi rekomendacji w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi;
- b) nie jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniające go dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy;
- c) nie spełnia standardów rekomendacji inwestycyjnej określonych w rozporządzeniu delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.