



Rekomendacja numer 2/2021

Data: czwartek, 29 kwietnia 2021

Godzina: 15:22

Termin ważności rekomendacji: do odwołania

Sporządzający:

Marcin Mazurek (DIR)

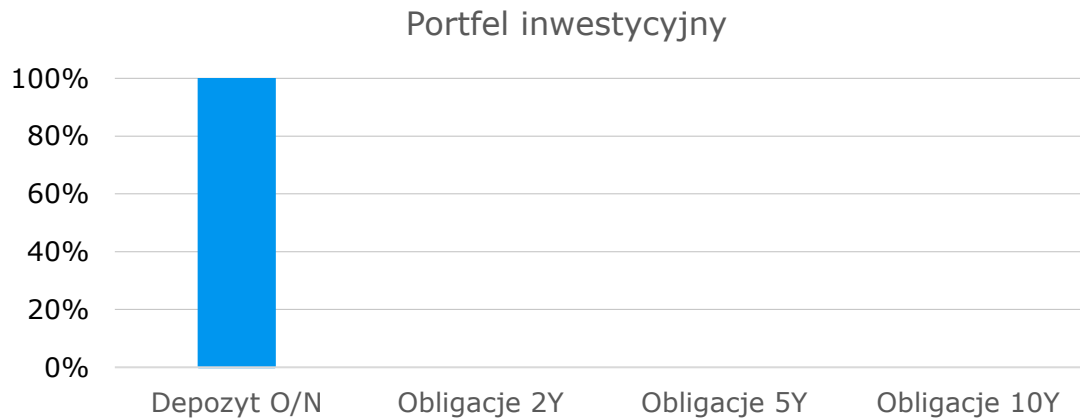
Maciej Zdrolik (DIR)

Rekomendacja jest skierowana do nieoznaczonego adresata

Portfel inwestycyjny: Depozyt O/N

Cena wejścia (dot. obligacji): -

T/P: -



Zamykamy rekomendacją ze stratą 2,3%.

Uzasadnienie

Poprzednia rekomendacja została wydana zbyt wcześnie, tuż przed dużym wzrostem rentowności na rynkach globalnych. Nie udało się odrobić strat. Obecnie uważamy, że prawdopodobne jest wznowienie wzrostowego trendu rentowności na rynkach globalnych. Otwierające się gospodarki mają spory potencjał do generowania pozytywnych zaskoczeń. Inflacja będzie rosła, co również sprzyja zakładom na przedłużenie tego trendu (zwłaszcza, że banki centralne kierują swoją retorykę w odwrotnym kierunku, zakładając że wzrosty te będą tymczasowe). Sytuacja epidemiczna poprawia się w gospodarkach rozwiniętych, a programy szczepień przyspieszają. W najbliższym czasie podaż szczepionek będzie rosła. Nie możemy założyć ze 100% pewnością, że nie będzie już kolejnych fal zakażeń (zwłaszcza biorąc pod uwagę możliwość rozprzestrzeniania się nowych wariantów wirusa), jednak obecnie będą one łatwiejsze w zarządzaniu i powinny nieść niższą liczbę hospitalizacji i zgonów z uwagi na zwiększoną odporność populacyjną (szczepionki + ozdrowieńcy). Automatycznie powinno to oznaczać, że okres dotkliwych restrykcji ekonomicznych zegnamy na dobre.

Polska nie jest wyjątkiem. Wzrost PKB był w pierwszym kwartale silny, a nowe restrykcje epidemiczne są już stopniowo znoszone. Ich efekt gospodarczy – biorąc pod uwagę dane o wysokiej częstotliwości i wpływ na optymizm konsumentów – powinien być mniejszy niż podczas drugiej fali. Ryzyka dla wzrostu PKB zmniejszają się wraz z przybliżaniem się okresu pełnego otwarcia gospodarki oraz uruchomienia



środków inwestycyjnych z UE. W tym samym czasie inflacja nie zwalnia i prawdopodobnie kwietniowy odczyt przyniesie zaskoczenie in plus. Inflacja powyżej 4% utrzyma się już do końca roku (a nawet przyspieszy). Jesteśmy sceptyczni odnośnie istotnego spowolnienia inflacji w 2022 roku, między innymi z uwagi na silny wzrost PKB, niską stopę bezrobocia oraz wysoki, startowy poziom inflacji. Runda podwyżek cen kontrolowanych w 2022 roku (m. in. energia elektryczna, gaz) przyniesie podobne, jeśli nie wyższe, podwyżki cen jak w 2021 roku. Tymczasem RPP pozostaje bardzo gołębia. Oznacza to naszym zdaniem, że w najbliższym czasie zaobserwujemy albo równoległy ruch całej krzywej dochodowości (jeśli RPP będzie powoli zmieniać zdanie), albo stromienie krzywej z uwagi na zwiększenie oczekiwań inflacyjnych i przeniesienie oczekiwanych podwyżek stóp procentowych na dalsze lata (ale w większej skali). Zakupy NBP oraz kontynuacja nadpłynności sektora bankowego to naszym zdaniem niewystarczające czynniki, aby zatrzymać ruch rentowności obligacji w górę. Rozważymy ponowne wejście w obligacje po wyższych poziomach rentowności.

Rozliczenie poprzednich rekomendacji

Nr	Data_O	Portfel	Cena_O	Data_Z	Cena_Z	Wynik z %	W_Skumulowany	Kupon/depo
1/2020	2.sty.2020	Depozyt O/N	100.0	17.lut.2020	100	0.19%	0.19%	1.50%
2/2020	17.lut.2020	Obligacje 10-letnie	104.8	25.lut.2020	107.4	2.54%	2.73%	2.75%
3/2020	25.lut.2020	Depozyt O/N	100.0	19.mar.2020	100	0.09%	2.82%	1.50%
4/2020	19.mar.2020	Obligacje 10-letnie	105.5	24.mar.2020	109	3.36%	6.18%	2.75%
5/2020	24.mar.2020	Depozyt O/N	100.0	8.maj.2020	100	0.08%	6.26%	0.62%
6/2020	8.maj.2020	Obligacje 10-letnie	110.8	18.maj.2020	113.7	2.69%	8.95%	2.75%
7/2020	18.maj.2020	Depozyt O/N	100.0	3.cze.2020	100	0.01%	8.96%	0.30%
8/2020	3.cze.2020	Obligacje 10letnie	113.4	30.paź.2020	114.4	2.05%	11.01%	2.75%
9/2020	30.paź.2020	Depozyt O/N	100.0	6.lis.2020	100.0	-0.01%	11.00%	-0.50%
10/2020	6.lis.2020	Obligacje 10-letnie	114.8	21.gru.2020	113.8	-0.53%	10.47%	2.75%
11/2020	21.gru.2020	Depozyt O/N	100.0	15.lut.2021	100.0	-0.01%	10.46%	-0.08%

Nr	Data_O	Portfel	Cena_O	Data_Z	Cena_Z	Wynik z %	W_Skumulowany	Kupon/depo
1/2021	15.lut.2021	Obligacje DS1029	112.8	29.kwi.2021	109.6	-2.29%	-2.29%	2.75%



Rekomendacje wydane do czerwca 2020 roku znajdują się na stronie internetowej <https://www.mbank.pl/serwis-ekonomiczny/rekomendacje/rekomendacje-archiwum.html>. Nowsze rekomendacje znajdują się pod adresem <https://makroekonomia.mbank.pl/releases/rekomendacje>.



Uwagi dodatkowe i objaśnienia

Dokument opracowali pracownicy na stanowiskach ds. analiz makroekonomicznych. Pracownicy ci zatrudnieni są w Obszarze Skarbu i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. (dalej „Rekomendujący”). Każdy Rekomendujący podlega bezpośrednio Dyrektorowi Zarządzającemu ds. Obszaru Skarbu i Relacji Inwestorskich. Dokument stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego 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”. Publikacja nie stanowi doradztwa inwestycyjnego oraz nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych.

Rekomendujący pracują w wydzielonej fizycznie przestrzeni. Są otoczeni barierami informacyjnymi względem osób, których obowiązki lub interesy handlowe mogłyby kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne. Wynagrodzenie osób opracowujących ten materiał nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez mBank S.A. w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej. Osoby opracowujące badania inwestycyjne nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe będące przedmiotem badania. Ponadto osoby te nie pełnią żadnej funkcji w organach emitenta oraz nie otrzymują od niego wynagrodzenia.

Zgodnie z najlepszą wiedzą osób opracowujących badania inwestycyjne, pomiędzy Rekomendującym oraz osobami zatrudnionymi u Rekomendującego, a emitentem instrumentów finansowych będących przedmiotem badania inwestycyjnego, nie występują powiązania, które mogłyby rodzić konflikt interesów. Osoby opracowujące badanie nie przyjmują zachęt od osób oraz podmiotów, które mogłyby mieć interes w przedmiocie badań inwestycyjnych.

mBank S.A. pełni funkcję dealera SPW, animatora rynku SPW oraz dokonuje zakupów SPW na własny rachunek.

Opracowujący badania inwestycyjne zapewniają, że działali z należytą starannością oraz rzetelnością przy opracowaniu tego materiału. Rekomendujący prezentuje własny pomysł na portfel inwestycyjny i nie ponosi odpowiedzialności za działania zgodne z prezentowaną analizą.

Dokument przedstawia autorski pomysł na portfel inwestycyjny. Portfel ten składać może się tylko z obligacji Skarbu Państwa – o stałym i zmiennym oprocentowaniu - o terminie zapadalności 2, 5 i 10 lat oraz depozytu O/N. Przez portfel inwestycyjny autorzy tej analizy rozumieją ważony zbiór wymienionych instrumentów finansowych, których wagi sumują się do 1. W szczególności dopuszcza się wagi o wartości 0 i 1. Wagi 0 i 1 oznaczają odpowiednio, że nie ma instrumentu finansowego w portfelu bądź jego całkowitą w nim dominację. Rozliczenie badań przedstawia stopę zwrotu portfela inwestycyjnego agregowaną względem okresów ich obowiązywania. Materiał przedstawia całkowitą stopę zwrotu od momentu rozpoczęcia wydawania tego dokumentu oraz stopę zwrotu liczoną dla ostatnich 6-miesięcy. Analiza obowiązuje do momentu, w którym Rekomendujący jej nie odwoła.

Rekomendujący opracowuje badania inwestycyjne na podstawie 4 komplementarnych metod. Tymi metodami są: 1) metoda fundamentalna, 2) metody porównawcza, 3) analiza struktury rynku, 4) analiza techniczna. Nie ma zastosowania cena docelowa instrumentu finansowego będącego przedmiotem badania lecz subiektywna ocena oparta na wiedzy i doświadczeniu osób, które opracowały ten materiał. Badanie inwestycyjne akcentuje przede wszystkim kierunek zmian. Rekomendujący zastrzega sobie jednak możliwość zastosowania zleceń realizacji zysku (take profit, T/P), stop strata (stop loss, S/L). Zlecenia te są możliwe jeśli w ocenie Rekomendującego mają one uzasadnienie przy danej sytuacji rynkowej.

Metoda fundamentalna (1) zakłada, że warunki ekonomiczne i finansowe w gospodarce polskiej i globalnej przekładają się na ceny instrumentów finansowych. Ponadto ich zmiany przekładają się na zmiany cen instrumentów finansowych. Rekomendujący przeprowadza analizę zmian warunków ekonomicznych i finansowych gospodarki polskiej i globalnej na bazie bieżącej. Warunki te pozwalają na formułowanie oczekiwań w zakresie ewolucji cen instrumentów finansowych. Mocną stroną metody fundamentalnej jest jej umocowanie w zmiennych (wskaźnikach) makroekonomicznych, w których prognozowaniu Rekomendujący ma odpowiednie kompetencje. Pozwala ona w klarowny sposób przełożyć prognozy gospodarcze Rekomendującego na ceny instrumentów finansowych. Słabą stroną metody jest generalne założenie o możliwości modelowania cen instrumentów finansowych za pomocą parametrów makroekonomicznych. Ponadto słabą stroną jest możliwość istotnych rozbieżności faktycznych cen z modelowanymi. W szczególności dotyczy to krótkich okresów, kiedy bardziej istotne mogą być ceny względne papierów wartościowych (metoda porównawcza), trendy rynkowe czy też kwestie podażowe (aukcje).

Metoda porównawcza (2) opiera się na analizie relacji cen polskich instrumentów finansowych do cen ich odpowiedników z rynków globalnych. Analiza obejmuje zależności historyczne między instrumentami finansowymi oraz ich zmiany w czasie. Metoda ta pozwala identyfikować względne zmiany cen instrumentów finansowych w czasie oraz pozwala wnioskować o chwilowych odchyleniach od tych zależności. Dzięki czemu metoda ta wypełnia mankamenty analizy fundamentalnej w zakresie krótkookresowego niedopasowania cen rzeczywistych oraz modelowanych. Na tym polega jej wysoka wartość dodana. Słabą



stroną tej metody jest jej bardziej krótkoterminowy charakter (względem analizy fundamentalnej) oraz duża subiektywność oceny. Słabą stroną tego podejścia jest także fakt, że względna atrakcyjność cenowa jest pojęciem statycznym. Nie wynikają z niej jednoznacznie kierunkowe implikacje dla zmian cen instrumentów finansowych będących przedmiotem badania.

Analiza struktury rynku (3) to przede wszystkim analiza bieżącego pozycjonowania poszczególnych grup inwestorów na rynku. Dotyczy to grup inwestorów krajowych, zagranicznych, czy w ramach poszczególnych klas aktywów. To też analiza nastrojów rynkowych (subiektywna ocena osób które opracowywały badanie). Mocną stroną tego rodzaju analizy jest możliwość tłumaczenia pewnych ruchów, które pojawiają się na początku lub na końcu trendów. Przykłady takich ruchów to przestrzelenia, gwałtowne wchodzenie i wychodzenie z pozycji przez inwestorów. Słaba strona to subiektywizm metody. Dane o portfelach poszczególnych inwestorów dostępne są z opóźnieniem lub opierają się na subiektywnym osądzie osób, które opracowały badanie.

Analiza techniczna (4) polega na analizie cen instrumentów finansowych. Zakłada, że ceny te w sposób doskonały dyskontują przyszłość. Pozwala na identyfikację trendów, ale i punktów zwrotnych w cenach instrumentów finansowych. Identyfikacja możliwa jest dzięki wskaźnikom wykupienia/wyprzedania oraz występującym tzw. dywergencjom. Mocna strona analizy technicznej to możliwość formułowania predykcji dla zmian cen instrumentów finansowych zupełnie w oderwaniu od metod 1-3. Oczywistą wadą metody jest fakt, że nie jest odporna na nagłe zmiany warunków makroekonomicznych i finansowych.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest w przypadku uzyskania pisemnej zgody autorów, jednak sama Rekomendacja nie podlega zakazom rozpowszechniania badań inwestycyjnych.