



Rekomendacja numer 2/2022

Data: poniedziałek, 4 kwietnia 2022

Godzina: 11:15

Termin ważności rekomendacji: do odwołania

Sporządzający:

Marcin Mazurek (DSR)

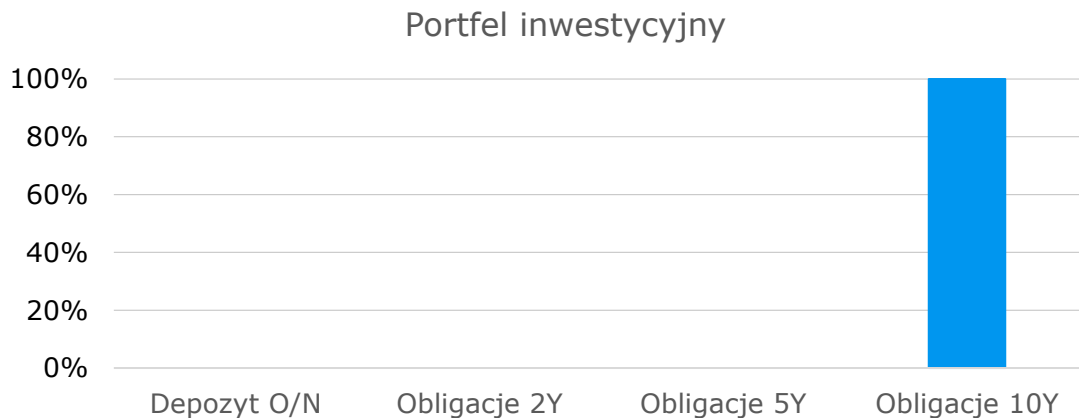
Maciej Zdrolik (DSR)

Rekomendacja jest skierowana do nieoznaczonego adresata

Portfel inwestycyjny: DS0432

Cena wejścia (dot. obligacji): 72,80

T/P:



Defensywną alokację zamieniamy na bardziej agresywną: kupujemy DS0432

Uzasadnienie

Sekwencja zmian wyznaczona w poprzedniej rekomendacji sprawdziła się idealnie. Zacytujmy: *W tym momencie konsensus ekonomistów na zmianę stóp RPP wynosi 50pb przy konsensusie na marcową inflację na poziomie 10,1%. Uważamy, że inflacja będzie wyższa, co pociągnie za sobą w górę również krótkoterminowe oczekiwania ekonomistów i w przeciągu tygodnia ukształtuje się nowy konsensus: 75pb. Jest bardzo prawdopodobne, że w tym momencie wyceny rynkowe będą już opiewać na 100pb (31 marca 2022).*

Naszym scenariuszem bazowym jest spowolnienie aktywności gospodarczej, szczyt inflacji w ciągu kilku miesięcy oraz wyraźne wychłodzenie zmian cen w 2023 i 2024 roku (tu odstawiamy istotnie od konsensusu rynkowego). Spływające dane nieprędko jednak będą w kwestii spowolnienia oczywiste. To daje naszym zdaniem RPP przestrzeń do podniesienia stóp procentowych do 5,5% w ciągu kolejnych kilku miesięcy. Nasza prognoza plasuje się poniżej aktualnych wycen rynkowych. Globalnie wycenia się już hojny (i szybki) cykl podwyżek stóp w USA oraz strefie euro, co powinno utrzymywać szacunki długoterminowych stóp procentowych w ryzach.



Ostatnie zaskoczenia w inflacji (polskiej i ze strefy euro) pokazały, że apetyt inwestorów na dalsze ciągnięcie stóp procentowych w górę jest już mały (reakcje były małe/krótkotrwałe). Inflacja będzie nadal rosła, ale po ostatnim wystrzale (opinia, nie fakt) sporo było rewizji (rynkowych) całej ścieżki inflacyjnej w górę. Potrzebne byłyby tu naszym zdaniem dalsze zaskoczenia, aby konsensusem dalej wstrząsać. O to będzie naszym zdaniem coraz trudniej. Non-stop wisi nad nami widmo odcięcia gazu i ropy z Rosji. Efekt rynkowy odcięcia byłby w krótkim okresie mrozący dla aktywności gospodarczej. Nawet jeśli wystrzeliłyby jednocześnie ceny, jesteśmy w stanie zaryzykować opinię, że negatywny efekt podażowy zaważyłby na wycenach stóp bardziej niż podwyższona inflacja. Co więcej, taki szok podażowy stawia naszym zdaniem pod jeszcze większym znakiem zapytania możliwość replikacji bieżących poziomów inflacji w przyszłości, abstrahując od natychmiastowej odpowiedzi banków centralnych. A w niej zobaczyć możemy albo kapitulację (wiedzioną osłabieniem perspektyw sfery realnej), albo wręcz pro-aktywność, co osłabi perspektywy sfery realnej w przyszłości i szybciej obniży inflację. W pierwszym przypadku to pewnie wystromienie krzywej (ale i tak cała się przesunie w dół), w drugim płaszczenie (gwałtowne odwrócenie?).

Ostatnia decyzja S&P (1 kwietnia) sugeruje, że agencje ratingowe nie dopatrzą się ryzyk fiskalnych, które mogłyby negatywnie zaważyć na miarach ryzyka kredytowego. Doniesienia prasowe sugerują, że oficjalna decyzja o uruchomieniu KPO zbliża się wielkimi krokami. Z kolei dodatkowe elementy ogłoszonej już stymulacji fiskalnej skłonni jesteśmy w warunkach obecnej niepewności traktować jako przyczynek do zwiększenia stopy oszczędności.

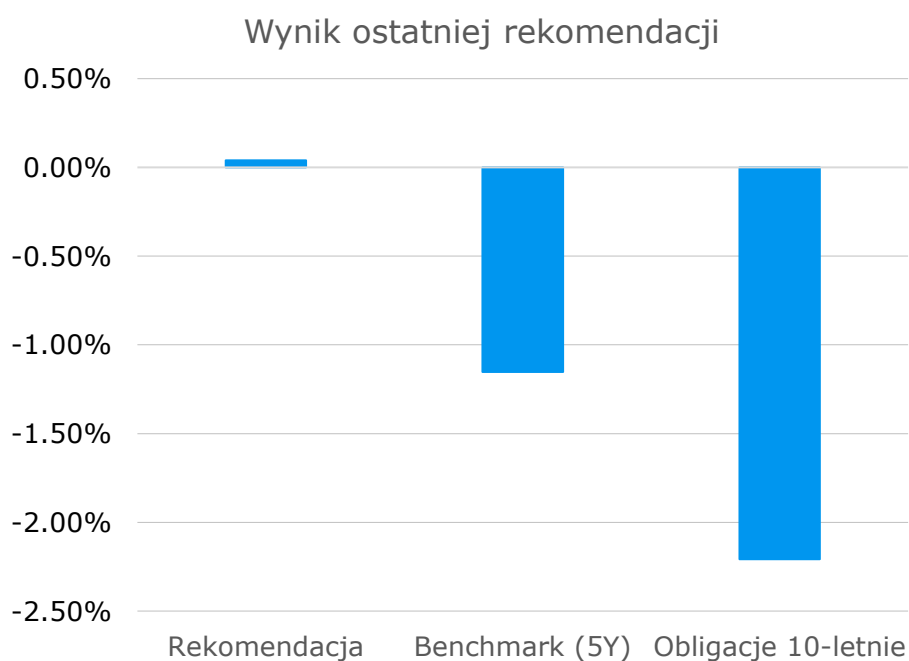


Rozliczenie poprzednich rekomendacji

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%
2/2021	29.kwi.2021	Depozyt O/N	100.0	13.maj.2021	100	0.00%	-2.29%	-0.08%
3/2021	13.maj.2021	Obligacje DS1030	94.1	26.maj.2021	95.6	1.64%	-0.65%	1.25%
4/2021	26.maj.2021	Depozyt O/N	100.0	7.paź.2021	100	-0.03%	-0.68%	-0.08%
5/2021	7.paź.2021	Obligacje PS1026	91.8	31.gru.2021	84	-8.44%	-9.12%	0.25%
5/2021	1.sty.2022	Obligacje PS1026	84.0	31.mar.2022	79.4	-5.42%	-5.42%	0.25%
Nr	Data_O	Portfel	Cena_O	Data_Z	Cena_Z	Wynik z %	W_Skumulowany	Kupon/depo
1/2022	31.03.2022	Depozyt O/N	100.0	04.04.2022	100.0	0.04%	0.04%	3.60%

* Uwaga, z uwagi na fakt, że ostatnia rekomendacja była ważna także w 2022 roku, rozbiliśmy jej wynik pomiędzy 2021 i 2022 rokiem (ostatnie dwa wiersze).

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.

Wszelkie ceny instrumentów finansowych pojawiających się w rekomendacji pochodzą z serwisu Bloomberg i są aktualne na godzinę sporządzenia rekomendacji wskazaną w nagłówku, pod numerem rekomendacji i datą jej sporządzenia.

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