



## Rekomendacja numer 3/2022

**Data:** czwartek, 18 sierpnia 2022

**Godzina:** 13:30

**Termin ważności rekomendacji:** do odwołania

### Sporządzający:

Arkadiusz Balcerowski (DSR)

Marcin Mazurek (DSR)

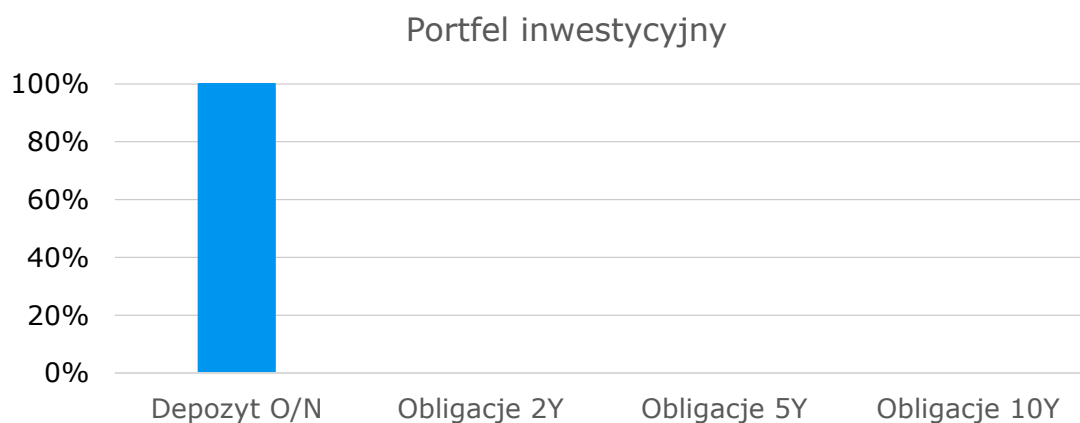
Maciej Zdrolik (DSR)

**Rekomendacja jest skierowana do nieoznaczonego adresata**

**Portfel inwestycyjny: Depozyt O/N**

**Cena wejścia (dot. obligacji): -**

**T/P:**



**Agresywną alokację zamieniamy na kompletnie defensywną: depozyt O/N. Decydujemy się na ten ruch mimo straty w wycenie na poziomie 2,6%.**

### Uzasadnienie

Gospodarka globalna zwalnia, jesteśmy blisko szczytów inflacji, choć na razie są one głównie pochodną zmian cen ropy naftowej. Przesłanki za kontynuacją spowolnienia w gospodarce globalnej są mocne, choć wydaje się, że wskaźniki koniunktury przeszacowują na razie jego skalę (vide dane realne vs dane ankietowe z USA). Wojna w Ukrainie trwa, nowy punkt zapalny pojawił się na dalekim wschodzie, niewykluczone, że pojawią się kolejne, w tym konflikty wewnętrzne z uwagi na wysokie ceny nośników energii i żywności, potęgowane zmianami klimatycznymi. Wchodzimy w okres globalnej niestabilności, w którym na nowo układać się będzie równowaga sił. Będzie on tłem dla cyklu koniunkturalnego (a być może i jego generatorem) przez najbliższe lata. Prawdopodobieństwo szoków o dużej skali wzrosło.

W obecnym momencie w USA wyceniają się podwyżki stóp w okolice 4% (potem obniżki), w Europie w okolice 1,5% (potem stabilizacja). Banki centralne są zdeterminowane do walki z inflacją, nawet kosztem wzrostu PKB. Testem tej determinacji będą oczekiwane recesje, które wyznaczą punkt zwrotny w podwyżkach (USA) lub rozpoczęcie okresu stabilizacji stóp (strefa euro). W przypadku strefy euro charakter recesji będzie nietypowy, podażowy, związany z ograniczeniem czynnika produkcji. Zakładamy, że rządy będą temu aktywnie przeciwdziałać, kierując transfery do firm z największymi



problemami. To nie zmniejszy skali hamowania, ale pozwoli na restart. Jednocześnie już teraz widać wolę do uzupełnienia dochodów realnych gospodarstw domowych poprzez transfery fiskalne. Ich skala będzie wprost proporcjonalna do wzrostów cen nośników energii. Recesja podażowa plus stymulacja popytu może zostać uznana przez inwestorów za mieszankę wybuchową. Uważamy, że jesteśmy blisko kolejnej rundy kontestacji możliwości powrotu inflacji do celu, zwłaszcza w Europie.

Spowolnienie w Polsce nabrało prędkości w II kwartale. Nie mamy pewności, czy jego skalę należy ekstrapolować, ale poszukiwanie punktu przegięcia cyklu koniunkturalnego jeszcze przed nami. Póki co perspektywy wzrostu są słabe. Stawki rynkowe dopasowują się do tego scenariusza. W przeciągu 2 miesięcy stawki FRA (6x9) obniżyły się z okolic 8,70% (notowanie z 20.06) do okolic 7,30% (18.08). O ile jednak apogeum wyceny podwyżek stóp zbiegło się z dość płaską krzywą rentowności obligacji (spready 2-5 oraz 2-10 odpowiednio w okolicach 0,04 oraz -0,33; oba notowania z 20.06), to obecnie krzywa jest istotnie odwrócona (2-5: -0,65 oraz 2-10: -1,0; oba notowania z 18.08). Od drugiej połowy 2023 roku wyceniają się obniżki stóp procentowych o łącznej skali około 200pb. Nie podejmujemy się oceny, czy to dużo, czy mało. W obecnej chwili możemy sobie wyobrazić nawet pewną dalszą intensyfikację tych oczekiwań. Tyle tylko, że raczej wystąpi ona na bazie pogorszenia wyników realnych gospodarki niż spadku inflacji. Podobnie jak w Europie, rząd wybierze raczej działania osłonowe i „fiskalizację inflacji” niż trudny do oszacowania (negatywny) efekt realny, zwłaszcza w przypadku realizacji skrajnego scenariusza odcięcia gazu. Pamiętajmy też, że niezależnie od scenariuszy skrajnych, ciągle trwa dyskusja o działaniach osłonowych w związku ze wzrostem cen nośników energii. Pamiętajmy też, że wchodzimy w rok wyborczy, kiedy apetyt na obietnice wyborcze rośnie. Możliwe więc, że zwiększone transfery sprawiają, że wyniki gospodarcze będą po prostu lepsze niż myślimy. To z kolei stawia dezinflację pod znakiem zapytania. Trudno nam w takich warunkach myśleć, że istnieje potencjał na spadki oczekiwanych stóp procentowych, zwłaszcza w horyzoncie powyżej 2-3 lat.

Komponent fiskalny ma naszym zdaniem jeszcze dodatkowe znaczenie dla obligacji. Obecne *spready* ASW są nieco wyższe niż przed pandemią dla 2 i 5 lat, ale podobne w segmencie 10lat. Tymczasem wspomniane wydatki fiskalne (ich potencjalna proporcjonalność do czynników generujących wyższe dochody czyli inflacji oraz realnego wzrostu PKB) stwarzają tu naszym zdaniem spore ryzyko. Duże ryzyka dla części dochodowej budżetu oraz bardzo duży potencjał rozszerzenia strony wydatkowej plasują potrzeby pożyczkowe netto na wysokim poziomie w kolejnych kwartałach (nasze zgrubne obliczenia plasują się w okolicach 100-200 mld zł – niestety przedział jest szeroki<sup>1</sup>). Zwiększenie potrzeb związanych z finansowaniem odbędzie się przy pewnym renesansie zaangażowania inwestorów zagranicznych (w tym roku +20 mld zł), ale przy istotnie ograniczonych możliwościach absorpcji ze strony banków. Potencjał zakupowy innych podmiotów również nie wygląda obiecująco. Pozostaje pytanie, czy przy bieżących poziomach rentowności, polskie aktywa dłużne są tak samo atrakcyjne dla zagranicznych kupujących, jak były w czerwcu, czy w lipcu. Można założyć, że istotnie mniej. Zwłaszcza, że perspektywy dla umocnienia złotego pogarszają się (cykliczne osłabienie coraz bardziej prawdopodobne), a koszt finansowania w PLN dla inwestorów nie-cashowych bardzo istotnie wzrósł.

Biorąc pod uwagę powyższe uwarunkowania i możliwości decydujemy się przeczekać okres niepewności na depozycie.

<sup>1</sup> Wzięliśmy pod uwagę bieżące środki pieniężne na rachunkach MF, profil zapadalności obligacji, potencjał emisji obligacji detalicznych, środki pieniężne dostępne w BGK, PFR oraz wszelkie dostępne informacje prasowe, które pojawiają się w związku z planowanymi działaniami osłonowymi, militarnymi, a także nadchodzące korekty dochodów z tytułu Pł.

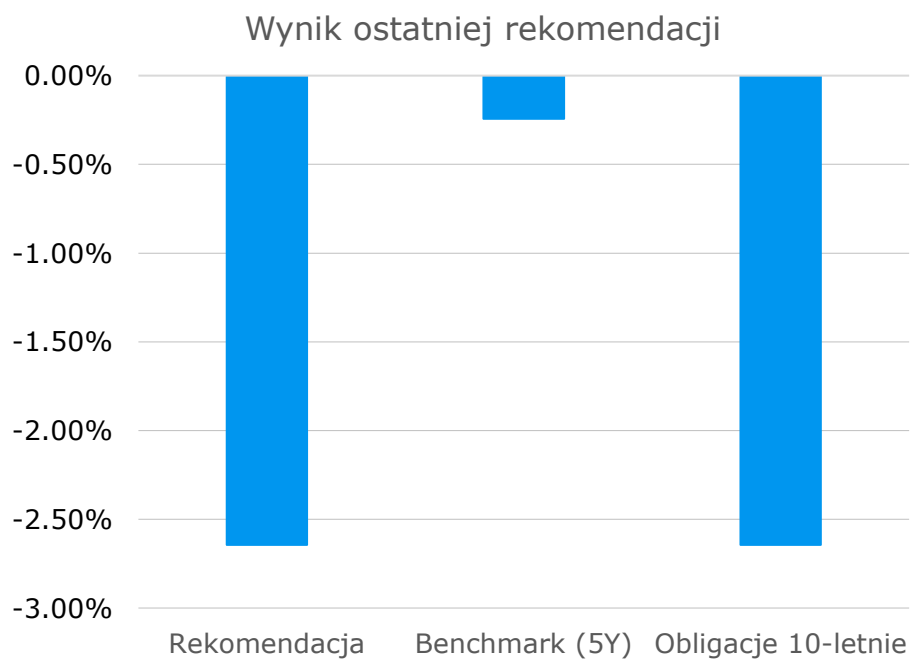


## Rozliczenie poprzednich rekomendacji

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%	-5.38%	3.60%
2/2022	04.04.2022	DS0432	72.8	18.08.2022	70.4	-2.64%	-8.02%	1.75%

\* 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. Oczywiście 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.