



Rekomendacja numer 4/2022

Data: poniedziałek, 3 października 2022

Godzina: 13:05

Termin ważności rekomendacji: do odwołania

Sporządzający:

Arkadiusz Balcerowski (DSR)

Marcin Mazurek (DSR)

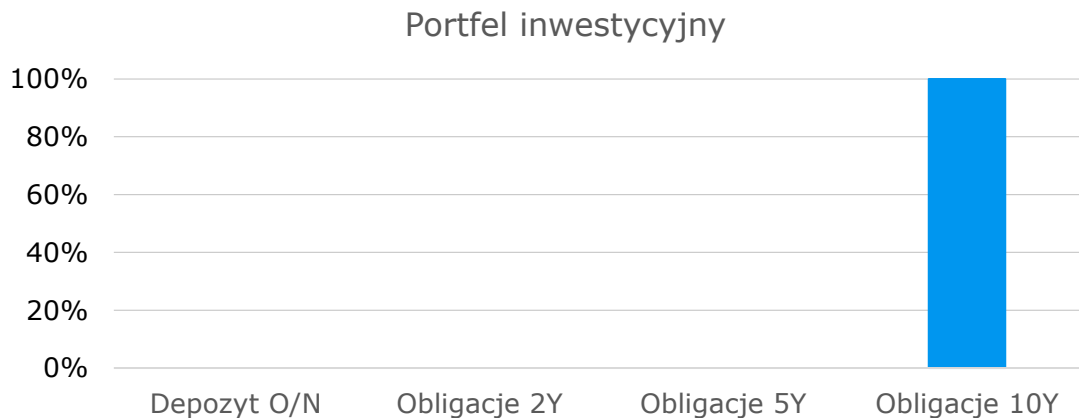
Maciej Zdrolik (DSR)

Rekomendacja jest skierowana do nieoznaczonego adresata

Portfel inwestycyjny: DS0432

Cena wejścia (dot. obligacji): 64,1

T/P:



Taktycznie decydujemy się na kupno 10-letnich obligacji skarbowych. W trakcie obowiązywania rekomendacji 3/2022 papiery te straciły na wartości około 9%.

Uzasadnienie

Wszystkie czynniki fundamentalne, o jakich pisaliśmy przy okazji ostatniej rekomendacji z połowy sierpnia, pozostają w mocy. Od tego czasu rynkowo zmieniło się jednak wiele, stąd pomysł na zajęcie pozycji taktycznej. Wrześniowa inflacja okazała się wprawdzie sporo wyższa od oczekiwań, niemniej rynek niespecjalnie chciał „podchwycić” temat. Z tożsamym odbiorem spotkała się wyższa inflacja w strefie euro (ruch na rentownościach niemieckich papierach w dół). Na ASW w ostatnim czasie również obserwowaliśmy pewne rozszerzenie, choć stawki w dalszym ciągu wydają się niskie (zwłaszcza na długim końcu krzywej). Ostatnia gwałtowna przecena mogła w dużej mierze być sterowana wydarzeniami w Wielkiej Brytanii. Tamtejszy bank centralny położył w pewien sposób kres gwałtownej wyprzedaży tamtejszych długich papierów. Spodziewamy się, że na fali zwrotu na rynkach bazowych skorzystać mogą także polskie obligacje. Decydujemy się na tenor 10Y z uwagi na największą ekspozycję na temat wzrostu gospodarczego i najmniejszą wrażliwość dot. polityki pieniężnej. Należy zauważyć, że gwałtowna wyprzedaż polskich (choć oczywiście nie tylko) długich papierów została zapoczątkowana w dzień startu turbulencji na brytyjskim rynku Gilts-ów (prezentacja planów fiskalnych). Konkludując, widzimy potencjał do odreagowania ostatniego ruchu, a reakcja na piątkowe odczyty inflacji utwierdza nas w tym przekonaniu.



Rozliczenie poprzednich rekomendacji

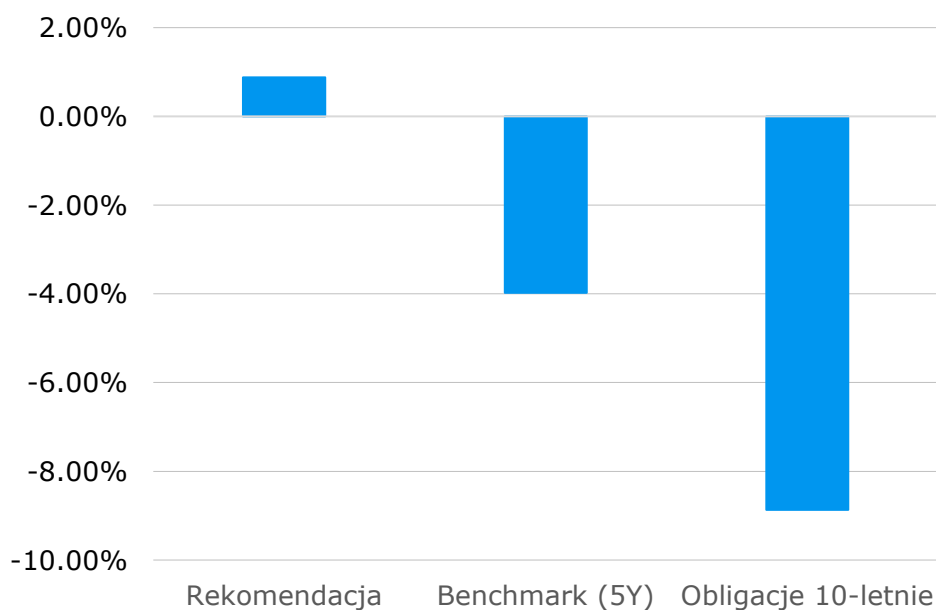
Nr	Data_O	Portfel	Cena_O	Data_Z	Cena_Z	Wynik z %	W_Skumulowany	Kupon/depo
1/2021	15.lut.2021	Obligacje DS1029	112.8	29.kwi.2021	109.6	-2.29%	-2.29%	2.75%
2/2021	29.kwi.2021	Depozyt O/N	100.0	13.maj.2021	100	0.00%	-2.29%	-0.08%
3/2021	13.maj.2021	Obligacje DS1030	94.1	26.maj.2021	95.6	1.64%	-0.65%	1.25%
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%
3/2022	18.08.2022	Depozyt O/N	100.0	03.10.2022	100.0	0.88%	-7.14%	7.00%

* 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>.

Wynik ostatniej rekomendacji





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.