



## Rekomendacja numer 5/2022

**Data:** środa, 30 listopada 2022

**Godzina:** 10:35

**Termin ważności rekomendacji:** do odwołania

### Sporządzający:

Arkadiusz Balcerowski (DSR)

Marcin Mazurek (DSR)

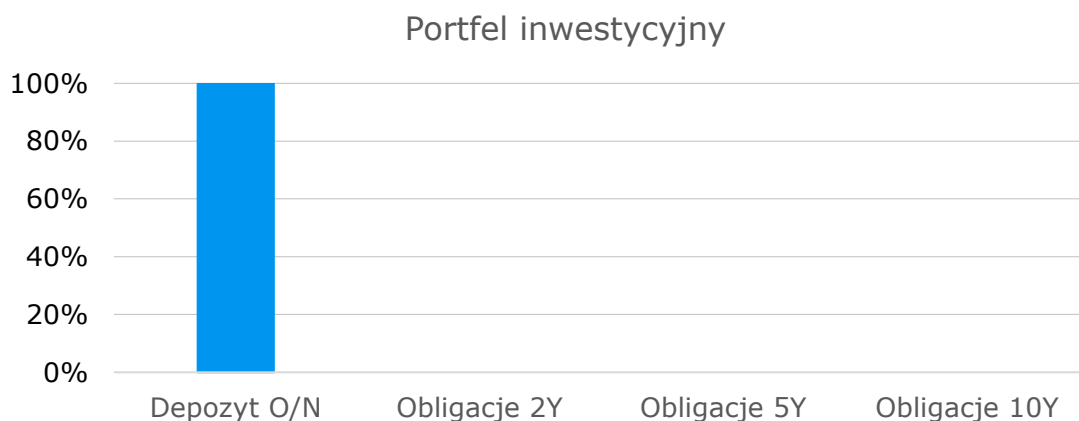
Maciej Zdrolik (DSR)

**Rekomendacja jest skierowana do nieoznaczonego adresata**

**Portfel inwestycyjny: depozyt O/N**

**Cena wejścia (dot. obligacji): -**

**T/P:**



**Długą drogę przebyła nasza taktyczna alokacja, ale zarobiła ostatecznie około 5%. Obecnie przechodzimy na depozyt.**

### Uzasadnienie

Ostatnie dwa miesiące, od czasu publikacji poprzedniej, taktycznej rekomendacji, przyniosły dużą zmienność na krajowym, ale i także zagranicznym rynku długu. W dalszym ciągu problemem pozostaje płynność, co ma wiele wspólnego z niepewnością odnośnie docelowego poziomu stóp procentowych. Naszym zdaniem niepewności tej powinno być z czasem coraz mniej, co powinno sugerować nieco niższą implikowaną zmienność na rynku stopy procentowej, a przynajmniej jej stabilizację. Skala spadku rentowności na przestrzeni ostatnich 5 tygodni była jednak potężna i naszym zdaniem coraz bardziej prawdopodobna jest korekta. Skupiając się na rynku polskim należy zaznaczyć ostatnie działania rządu nacelowane na przywrócenie większego zaufania do polityki fiskalnej. Na razie jednak szeroko pojęte plany oszczędnościowe są to w dużej mierze zapowiedzi, a do ich realizacji daleka droga. Rynek także wydaje się sceptyczny, o czym świadczą wciąż wysokie stawki ASW. Sam wzrost stawek jest zgodny z naszymi oczekiwaniami, o których wspominaliśmy w październikowej rekomendacji. Paradoksalnie niższy odczyt listopadowej inflacji może być także dobrym powodem do realizacji zysków.

Wreszcie perspektywa finansowania potrzeb pożyczkowych brutto w przyszłym roku także może okazać się wyzwaniem. Według naszych szacunków przyszłoroczne potrzeby netto mogą wynieść ok. 240 mld



zł, co oznaczałoby nawet większą wartość niż w 2020 roku. Sprawą otwartą pozostaje sposób sfinansowania tychże potrzeb, jednak zdecydowana większość będzie najpewniej pochodzić z emisji papierów hurtowych. W takim środowisku o trwalsze spadki rentowności może być trudno, nie mówiąc o wyraźniejszym cofnięciu ASW. Taki pogląd zostawia nas z przekonaniem, że jakiegokolwiek większe ruchy na rentownościach będą pochodną zmian na IRS, a tutaj z kolei dużo większej przestrzeni do wyceny niższych stóp na razie nie widzimy. Pewnym ryzykiem jest opublikowana przez GUS struktura PKB, która ukazała mocne hamowanie konsumpcji. Taka dekompozycja wzrostu gospodarczego może mieć bardziej dezinflacyjną wymowę w opinii uczestników rynku.

### Rozliczenie poprzednich rekomendacji

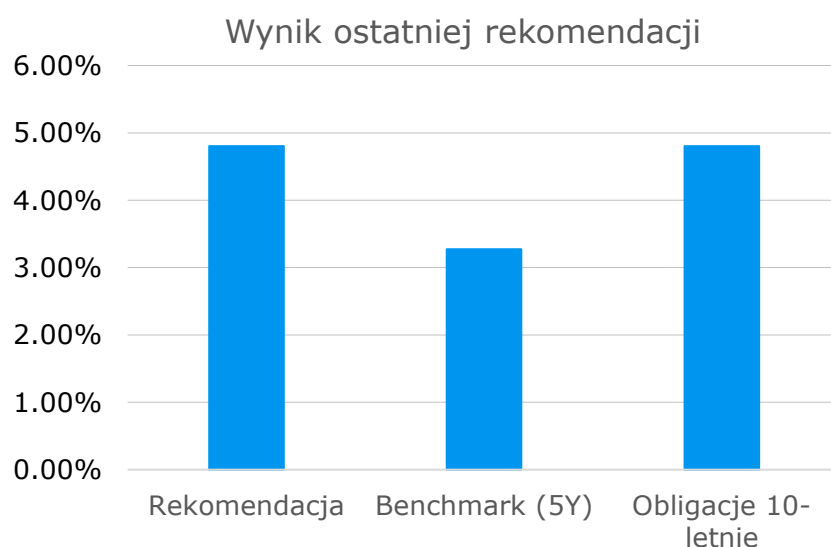
Nr	Data_O	Portfel	Cena_O	Data_Z	Cena_Z	Wynik z %	W_Skumulowany	Kupon/depo
1/2021	15.lut.2021	Obligacje DS1029	112.8	29.kwi.2021	109.6	-2.29%	-2.29%	2.75%
2/2021	29.kwi.2021	Depozyt O/N	100.0	13.maj.2021	100	0.00%	-2.29%	-0.08%
3/2021	13.maj.2021	Obligacje DS1030	94.1	26.maj.2021	95.6	1.64%	-0.65%	1.25%
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%
4/2022	03.10.2022	DS0432	64.1	30.11.2022	67.0	4.80%	-2.34%	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. 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.