



Rekomendacja numer 06/2017

Data: piątek, 22 września 2017

Godzina: 15:49

Termin ważności rekomendacji: do odwołania

Sporządzający:

Ernest Pytlarczyk (DIR)

Marcin Mazurek (DIR)

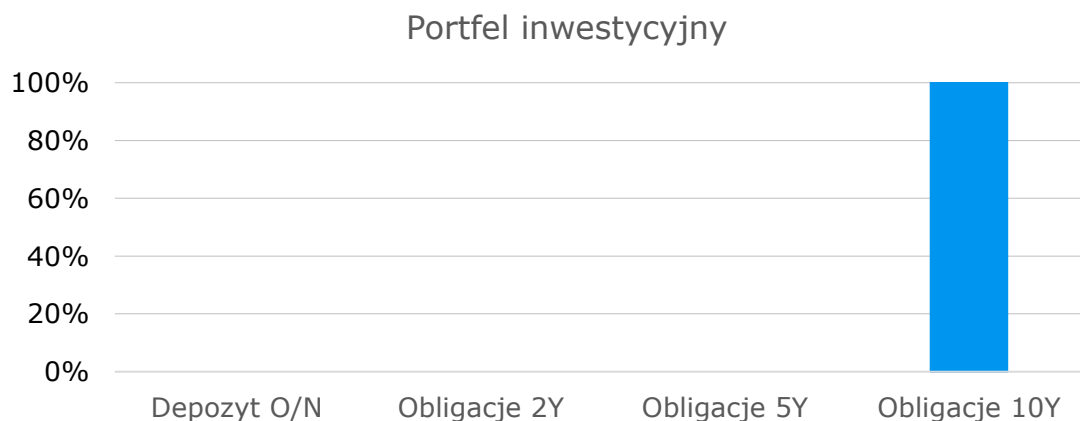
Piotr Bartkiewicz (DIR)

Karol Klimas (DIR)

Rekomendacja jest skierowana do nieoznaczonego adresata

Portfel inwestycyjny: Obligacje 10-letnie

Cena wejścia (dot. obligacji): 93.1



Zamykamy defensywną rekomendację i rekomendujemy zakup 10-letnich obligacji, korzystając z ostatniego wzrostu stromizny w sektorze 5-10lat. W międzyczasie nasza pozycja zarobiła nieco lepiej niż benchmark i 0.3pp więcej niż portfel obligacji 10-letnich.

Uzasadnienie

Jesteśmy po pierwszej fali wzrostów rentowności na rynkach bazowych – Fed podniesie stopy w grudniu (obecnie już 60% szans), w Europie przemyślnie ku ograniczeniu QE. Dalsze silne wzrosty rentowności wymagają kontynuacji zaskoczeń w danych, głównie danych inflacyjnych do czego nie dojdzie natychmiastowo.

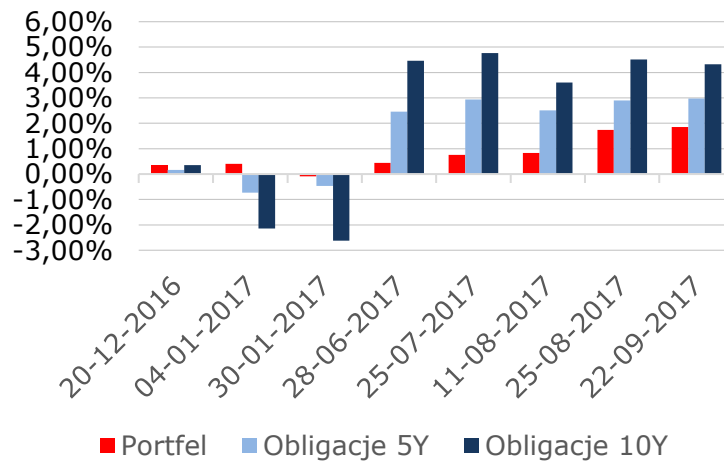
Co do czynników polskich - lokalna polityka pieniężna zablokowana jest na scenariuszu stabilnych stóp. Dopóki trwale nie wzrośnie inflacja (baza na początku 2018 roku będzie powodować solidne obniżenie inflacji CPI), rynek niechętnie będzie kontestował stanowisko RPP. W tym samym czasie polski komponent kredytowy wydaje się bardziej niż bezpieczny ze świetną pozycją fiskalną oraz przyspieszeniem wzrostu szykującym się od III kwartału. W międzyczasie doszedł jeszcze czynnik regionalny, którego nie możemy ignorować. Węgierski Bank Centralny ogłosił właśnie dążenie do przestymulowania gospodarki i dalszych działań mających na celu płaszczenie krzywej dochodowości. Obecność Węgier w polskim koszyku sugeruje, że *spread* węgierskich i polskich obligacji nie może się rozszerzać w nieskończoność (dziś węgierskie 10-latkę spadły w rentowności o 11pb). Dostosowanie w dół po stronie polskiego długu jest bardzo prawdopodobne. Inwestorzy zagraniczni, z którymi się spotykamy są raczej konstruktywni do Polski (część czeka na ewentualną reakcję KE – naszym zdaniem ryzyka polityczne nie zmaterializują się).



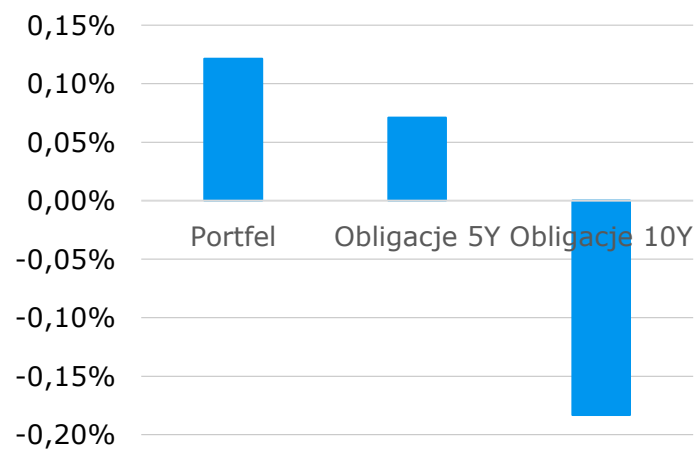
Rozliczenie poprzednich rekomendacji

Nr	Data_O	Portfel	Cena_O	Data_Z	Cena_Z	Wynik z %	W_Skumulowany	Kupon/depo
1/2016	15-lis-2016	Obligacje 10-letnie (DS0726)	92.5	20-gru-2016	92.6	0.35%	0.35%	2.50%
2/2016	20-gru-2016	Depozyt O/N	1.0	4-sty-2017	1	0.05%	0.40%	1.29%
1/2017	4-sty-2017	Obligacje 10-letnie (DS0726)	90.2	30-sty-2017	89.6	-0.49%	-0.09%	2.50%
2/2017	30-sty-2017	Depozyt O/N	1.0	28-cze-2017	1	0.53%	0.44%	1.29%
3/2017	28-cze-2017	Obligacje 10-letnie (DS0727)	93.4	25-lip-2017	93.52	0.31%	0.75%	2.50%
4/2017	25-lip-2017	Depozyt O/N	1.0	11-sie-2017	1	0.07%	0.83%	1.58%
5/2017	11-sie-2017	Obligacje 10-letnie (DS0727)	92.5	25-sie-2017	93.25	0.91%	1.73%	2.50%
6/2017	25-sie-2017	Depozyt O/N	1.0	22-wrz-2017	1	0.12%	1.86%	1.58%

Porównanie skumulowanego wyniku pomiędzy alternatywnymi alokacjami (na dzień zmiany rekomendacji)



Wynik ostatniej rekomendacji





Uwagi dodatkowe i objaśnienia

Dokument sporządzony został przez osoby wydzielone do przygotowania rekomendacji w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich (DIR) mBanku S.A. (dalej „Rekomendujący”).

Departament Analiz i Relacji Inwestorskich (DIR) jest wydzieloną jednostką organizacyjną. Wynagrodzenie osób sporządzających niniejszy materiał nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez mBank S.A. w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej dotyczących instrumentów finansowych będących przedmiotem rekomendacji. Osoby sporządzające rekomendacje nie są zaangażowani kapitałowo w instrumenty finansowe będące przedmiotem rekomendacji oraz nie pełnią żadnej funkcji w organach emitenta.

Zgodnie z najlepszą wiedzą osób sporządzających rekomendacje, pomiędzy Rekomendującym oraz osobami zatrudnionymi u Rekomendującego a emitentem instrumentów finansowych będących przedmiotem rekomendacji nie występują powiązania, o których mowa w § 10 ust. 1 pkt 1-11 *Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U.2005 Nr 206 poz. 1715 z późn. zm.)*.

mBank S.A. informuje, że pełni funkcję dealera SPW, animatora rynku SPW, dokonuje zakupów SPW na własny rachunek a także pośredniczy w transakcjach klientów, które dotyczą instrumentów finansowych objętych niniejszym dokumentem.

Sporządzający rekomendację zapewniają, że działali z należytą starannością oraz rzetelnością przy sporządzaniu rekomendacji. DAE prezentuje własny pomysł na portfel inwestycyjny i nie ponosi odpowiedzialności za działania zgodne z rekomendacją.

Dokument przedstawia autorski pomysł na portfel inwestycyjny, który 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 raportu rozumieją ważony zbiór wymienionych instrumentów finansowych, których wagi sumują się do 1. W szczególności dopuszcza się przydzielanie wag w wysokości 0 i 1, co oznacza odpowiednio całkowity brak instrumentu finansowego w portfelu bądź jego całkowitą w nim dominację. Rozliczenie rekomendacji przedstawia stopę zwrotu portfela inwestycyjnego agregowaną względem okresów obowiązywania rekomendacji. Niniejszy materiał przedstawia całkowitą stopę zwrotu od momentu rozpoczęcia wydawania niniejszego dokumentu oraz stopę zwrotu liczoną dla ostatnich 6-miesięcy.

Rekomendacje sporządzone są na podstawie 4 komplementarnych metod: 1) metody fundamentalnej, 2) metody porównawczej, 3) Analizy struktury rynku, 4) Analizy technicznej. Sporządzane rekomendacje obowiązują do odwołania, nie ma zastosowania cena docelowa instrumentu finansowego będącego przedmiotem rekomendacji lecz subiektywna ocena oparta na wiedzy i doświadczeniu osób sporządzających rekomendację. Sporządzane rekomendacje akcentują przede wszystkim kierunek zmian.

Metoda fundamentalna (1) opiera się na założeniu, że warunki ekonomiczne i finansowe w gospodarce polskiej i globalnej przekładają się na ceny instrumentów finansowych zaś ich zmiany przekładają się na zmiany cen instrumentów finansowych. DIR przeprowadza analizę zmian warunków ekonomicznych i finansowych gospodarki polskiej i globalnej na bazie dziennej, które pozwalają na formułowanie oczekiwań w zakresie ewolucji cen instrumentów finansowych. Mocną stroną metody fundamentalnej jest jej umocowanie w zmiennych (wskaźnikach) makroekonomicznych, w których prognozowaniu DIR ma odpowiednie kompetencje. Tym samym pozwala ona w klarowny sposób przełożyć przewidywania gospodarcze DIR na ceny instrumentów finansowych. Słabą stroną metody jest generalne założenie o możliwości modelowania cen instrumentów finansowych za pomocą parametrów makroekonomicznych oraz możliwość istotnych rozbieżności faktycznych cen z modelowanymi, w szczególności w krótkich okresach czasowych, 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 pomiędzy 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. Tym samym metoda ta wypełnia mankamenty analizy fundamentalnej w zakresie krótkookresowego niedopasowania cen rzeczywistych oraz modelowanych i na tym polega jej wysoka wartość dodana. Słabą stroną tej metody jest jej zdecydowanie bardziej krótkoterminowy charakter (względem analizy fundamentalnej) oraz duża subiektywność oceny. Słabą stroną tego podejścia jest także fakt, że względna atrakcyjność cenowa jest pojęciem statycznym i nie wynikają z niej jednoznacznie kierunkowe implikacje dla zmian cen instrumentów finansowych będących przedmiotem rekomendacji.

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

Analiza techniczna (4) polega na analizie cen instrumentów finansowych przy założeniu, że ceny te w sposób doskonały dyskontują przyszłość. Pozwala na identyfikację trendów, ale i punktów zwrotnych w cenach instrumentów finansowych na podstawie wskaźników wykupienia/wyprzedania oraz występujących tzw. dywergencji. Mocna strona analizy technicznej to możliwość formułowania predykcji dla zmian cen instrumentów finansowych zupełnie w oderwaniu od metod 1-3. Oczywistą wadą metody jest brak odporności na nagłe zmiany warunków makroekonomicznych i finansowych.