



Rekomendacja numer 01/2018

Data: wtorek, 16 stycznia 2018

Godzina: 14:02

Termin ważności rekomendacji: do odwołania

Sporządzający:

Ernest Pytlarczyk (DIR)

Marcin Mazurek (DIR)

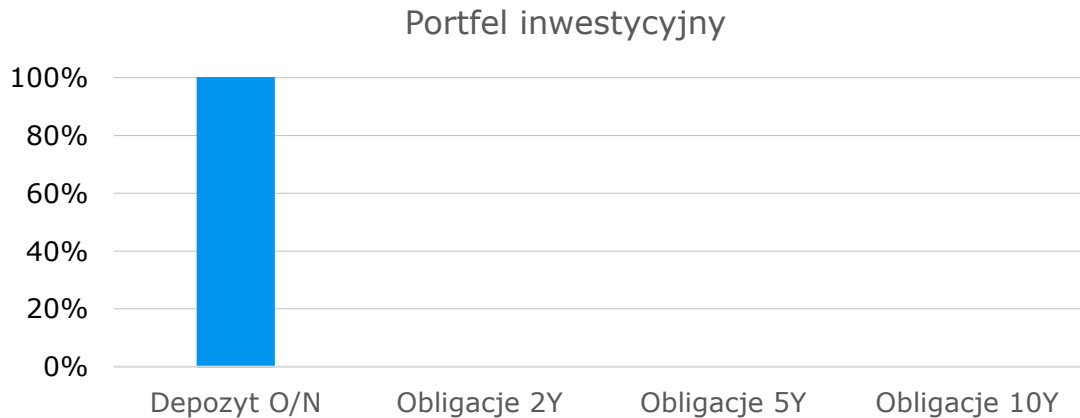
Piotr Bartkiewicz (DIR)

Karol Klimas (DIR)

Rekomendacja jest skierowana do nieoznaczonego adresata

Portfel inwestycyjny: Depozyt

Cena wejścia (dot. obligacji): -



Utrzymujemy alokację w depozyt O/N z dnia 24 listopada 2017. Niniejszą rekomendację należy traktować komplementarnie z publikacją *Gospodarka i rynki w 2018 roku*, z dnia 16 stycznia 2016 roku, która wyznacza perspektywę makroekonomiczną na rok 2018.

Uzasadnienie

Obstawiamy, że rok 2018 nie będzie rokiem obligacji. Niemniej jednak nie wykluczamy scenariusza, w którym będziemy taktycznie rekomendowali kupowanie polskich papierów, jeśli ich tymczasowe wyceny oddalą się znacząco od naszego preferowanego scenariusza. Jest on wyrażony w publikacji: *Gospodarka i rynki w 2018 roku*, z dnia 16 stycznia 2018 roku, która wyznacza najbardziej prawdopodobny scenariusz na 2018 rok z perspektywy makroekonomicznej. Realizacja czynników ryzyka lub osiągnięcie założonych celów będzie go na bieżąco falsyfikować, przez co w pewnym momencie może on nie być już scenariuszem obowiązującym.

Gospodarka globalna nabiera rozpędu, luki popytowe domknęły się lub właśnie się domykają. W ślad za tym powinna podążać inflacja oraz stopy procentowe. W końcówce 2017 rynki bardzo wyraźnie zagrały kolejną odsłonę *secular stagnation*, a nawet możliwość recesji po 2019 roku. Oznaczało to bardzo agresywne wypłaszczenie krzywych dochodowości (głównie w USA). Z bieżącej perspektywy wydaje się ono przesadne.

Inflacja w Polsce będzie rosła, a szczególną uwagę należy zwrócić na inflację bazową. Tym niemniej RPP będzie traktowała cel inflacyjny bardzo symetrycznie i dopóki nie zobaczy zagrożenia trwałego



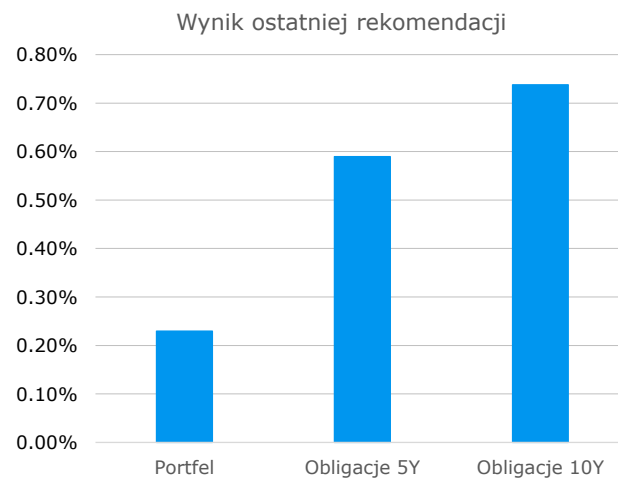
wyjścia inflacji poza 3,5%, utrzymywać będą się niskie stopy procentowe (1,5%). Takie zachowanie RPP będzie stało w kontrze do procesów globalnych i może to przejściowo skutkować osłabieniem złotego. W takich warunkach także polska krzywa dochodowości powinna pozostawać stroma/stromić się. Mimo wzrostu deficytu budżetowego podyktowanego w głównej mierze normalizacją wydatków unijnych, o wzroście ryzyka kredytowego na razie nie może być mowy. W dużej mierze technokratyczny rząd Morawieckiego to gabinet, który jeszcze bardziej spodobać się może inwestorom. Tym niemniej, czeka nas w tym roku pierwszy test wyborczy PiS w postaci wyborów samorządowych, a za rok już regularne wybory parlamentarne. W takich warunkach nie spodziewamy się istotnego zmniejszenia premii kredytowej w polskim długu, ale jednocześnie jej zwiększenie jest także mało prawdopodobne. Z tego względu obstawiamy, że „beta” polskich papierów będzie mniejsza od jedności względem obligacji rdzenia strefy euro (ujemna premia za ryzyko) i zbliżona do jedności względem papierów amerykańskich. Pamiętajmy, że poruszać się będziemy w reżimie rosnących rentowności.

Uważamy, że alokacja w depozyt jest optymalna na 2018 rok. Pozostaje ona mimo wszystko lepsza niż inwestycja w papiery z początku i środka krzywej dochodowości (jako potencjalna alternatywa dla długiego końca). Te zaś pozostają i relatywnie drogie, i narażone na ryzyko wzrostu rentowności – RPP gra w kontrze do tendencji globalnych, a te mogą do pewnego stopnia ujawniać się w cenach papierów nawet przy upartej i zablokowanej RPP.

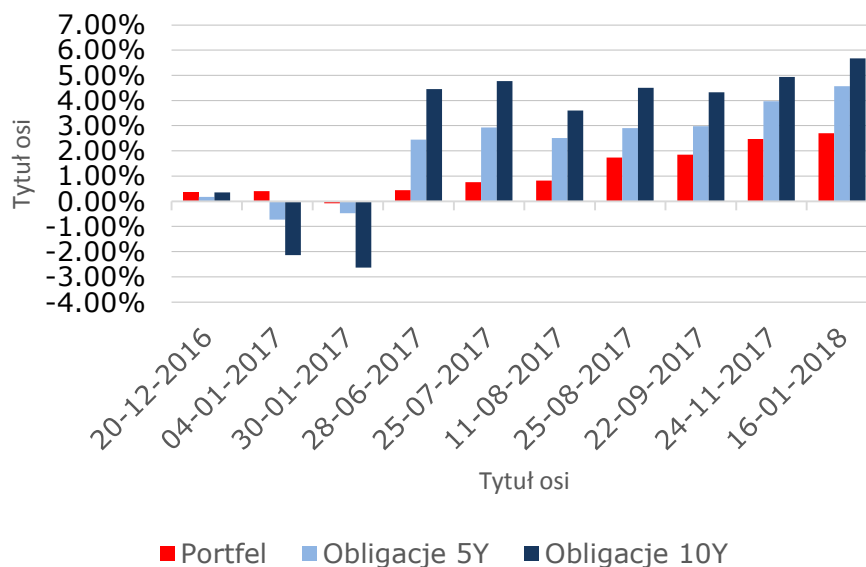


Rozliczenie poprzednich rekomendacji

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%
7/2017	22-wrz-2017	Obligacje 10-letnie (DS0727)	93.1	24-lis-2017	93.25	0.61%	2.47%	2.50%
8/2017	24-lis-2017	Depozyt O/N	1.0	16-sty-2018	1	0.23%	2.70%	1.58%



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





Uwagi dodatkowe i objaśnienia

Dokument sporządzony został w Departamencie Analiz i Relacji Inwestorskich mBanku S.A. (dalej „Rekomendujący”) i 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.

Departament Analiz i Relacji Inwestorskich jest wydzieloną jednostką organizacyjną. Rekomendujący zapewnia wdrożenie właściwych barier informacyjnych pomiędzy osobami sporządzającymi badania inwestycyjne a innymi osobami, których obowiązki lub interesy handlowe mogłyby kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne. Wynagrodzenie osób sporządzających niniejszy materiał nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez mBank S.A. w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej. Osoby sporządzające badania inwestycyjne nie są zaangażowane kapitałowo w instrumenty finansowe będące przedmiotem badania i oraz nie pełnią żadnej funkcji w organach emitenta oraz nie otrzymują od niego wynagrodzenia.

Zgodnie z najlepszą wiedzą osób sporządzających 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 sporządzające badanie nie przyjmują zachęt od osób oraz podmiotów, które mogłyby mieć interes w przedmiocie badań inwestycyjnych.

mBank S.A. informuje, że pełni funkcję dealera SPW, animatora rynku SPW oraz dokonuje zakupów SPW na własny rachunek.

Sporządzający badania inwestycyjne zapewniają, że działali z należytą starannością oraz rzetelnością przy sporządzaniu niniejszego 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, 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 niniejszej analizy 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 badań przedstawia stopę zwrotu portfela inwestycyjnego agregowaną względem okresów ich obowiązywania. Niniejszy materiał przedstawia całkowitą stopę zwrotu od momentu rozpoczęcia wydawania niniejszego dokumentu oraz stopę zwrotu liczoną dla ostatnich 6-miesięcy. Analiza obowiązuje do odwołania.

Badania inwestycyjne sporządzone są na podstawie 4 komplementarnych metod: 1) metody fundamentalnej, 2) metody porównawczej, 3) analizy struktury rynku, 4) analizy technicznej. Nie ma zastosowania cena docelowa instrumentu finansowego będącego przedmiotem badania lecz subiektywna ocena oparta na wiedzy i doświadczeniu osób sporządzających niniejszy 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) jeśli z ocenie Rekomendującego mają one uzasadnienie przy danej sytuacji rynkowej.

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. Rekomendujący 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 Rekomendujący ma odpowiednie kompetencje. Tym samym pozwala ona w klarowny sposób przełożyć przewidywania gospodarcze Rekomendującego 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 badania.

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 badanie). Mocną stroną tego rodzaju analizy jest możliwość tłumaczenie 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 badanie.

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.

Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.