



Rekomendacja numer 16/2019

Data: poniedziałek, 25 listopada 2019

Godzina: 10:09

Termin ważności rekomendacji: do odwołania

Sporządzający:

Ernest Pytlarczyk (DIR)

Marcin Mazurek (DIR)

Piotr Bartkiewicz (DIR)

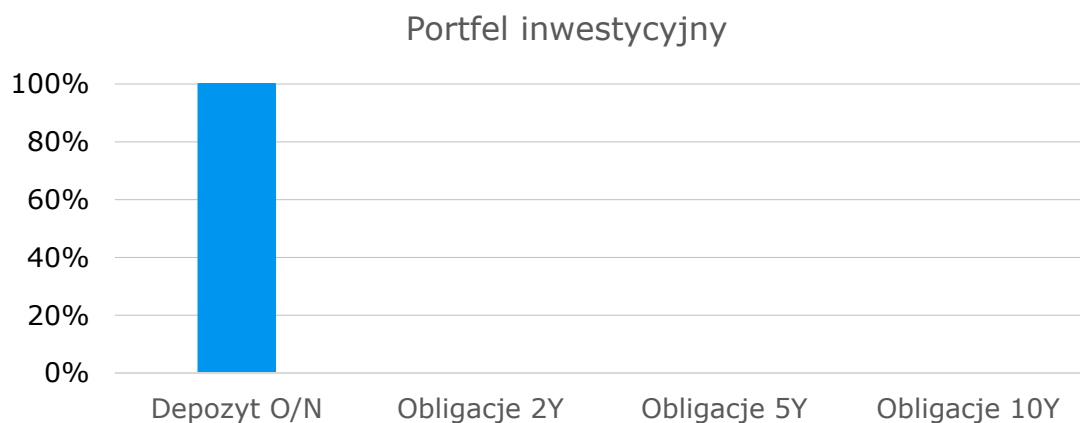
Maciej Zdrolik (DIR)

Rekomendacja jest skierowana do nieoznaczonego adresata

Portfel inwestycyjny: depozyt O/N

Cena wejścia (dot. obligacji): n/d

T/P: n/d



Zamykamy rekomendację przeważania 10-letnich obligacji i wchodzimy w depozyt.

Uzasadnienie

Niestety nie doszło do aktywowania zlecenia T/P na naszej rekomendacji i decydujemy się na jej wcześniejsze zamknięcie. Składa się na to kilka kwestii.

Po pierwsze, tarcia na linii USA-Chiny zyskały obecnie dla rynków finansowych nowy wymiar. Drobne zmiany w komunikacji dot. umowy handlowej płynące z każdej strony (przedłużenie terminu podpisania, zmiana zakresu, kwestie sporne) nie są już dla rynków sygnałem do natychmiastowej wyprzedaży bądź kupna. Raczej wygląda na to, że tylko znacząca zmiana natury negocjacji (np. nałożenie nowych cel) wepchnęłaby rynek w scenariusz eskalacji. Wszelkie inne rozwiązania będą traktowane jako ewentualne spowalniacze, które nie rozkładają na łopatki gospodarki globalnej.

Po drugie, gospodarka chińska bardzo powoli i w małym zakresie reaguje na stymulację (bezpośrednio wskazuje na to tamtejszy przemysłowy PMI, pośrednio – wyniki gospodarek sąsiadujących), ale reaguje. Pojawiają się też coraz to nowe obietnice i działania w zakresie form stymulacji fiskalnej i monetarnej. W chwili obecnej bardziej racjonalnym wydaje się oczekiwanie, że „coś zaskoczy” niż realizacji scenariusza dokładnie przeciwnego.

Po trzecie, gospodarka amerykańska wygląda znacząco lepiej niż przed paroma miesiącami, a Fed niechętnie podchodzi do dalszej stymulacji monetarnej. Nie implikuje to oczywiście rychłych podwyżek stóp (w ten scenariusz nie wierzymy), ale bez istotnej zmiany wycen rynkowych na obniżki



(połączonych na przykład z eskalacją konfliktu handlowego, o dynamice którego piszemy w argumencie pierwszym), Fed nie naciśnie spustu. Rynkowe zakłady o rychłą recesję opierają się obecnie w zasadzie głównie na kształcie krzywych (choć obecnie i tak krzywa nie jest odwrócona). Innych argumentów nie ma.

Po czwarte, wskaźniki koniunktury w Azji i strefie euro poprawiły się. Nadal nie można absolutnie wykluczyć scenariusza, w którym sektor usługowy spotyka się z przemysłem na niższych poziomach (jeden punkt wskaźnika koniunktury w przemyśle nie jest warto tyle, co punkt na wskaźniku w usługach z uwagi na dużo większe znaczenie w tworzeniu PKB tej drugiej grupy), ale będzie trzeba na to poczekać do kolejnych publikacji, czyli co najmniej miesiąc. Krucha, bo krucha, ale jednak poprawa sprawia, że trudno będzie wyceniać dalsze luzowanie ze strony EBC. Tej drogi nie przekreślamy definitywnie, ale sama poprzeczka dla luzowania wisi już wyżej, a dodatkowo spodarka odnotowała lekką poprawę. Tuż za rogiem cały czas czai się bardziej ekspansywna polityka fiskalna.

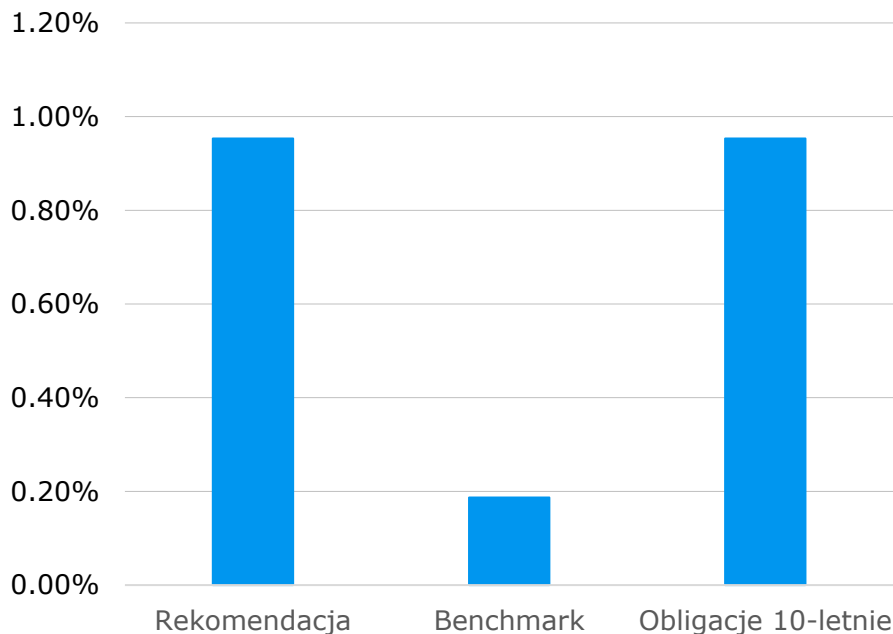
Po piąte, gospodarka polska zwalnia. Zwalnia szybciej niż spodziewaliśmy się jeszcze kilka tygodni wcześniej. Automatycznie przekreśla to także scenariusz wyższej inflacji. Tym niemniej reakcja RPP na spowolnienie PKB wcale nie jest automatyczna i poprzeczka dla obniżek ustawiona jest wysoko. W międzyczasie mogą dać o sobie znać pewne negatywne aspekty ryzyka kredytowego, choć sytuacja popytowo-podażowa wydaje się wciąż bardzo stabilna. Nie jest to jednak ani kluczowy, ani niezbędny czynnik skłaniający nas do zmiany rekomendacji. Wspomniane powyżej zmiany w gospodarce globalnej oraz zmiany percepcji tej gospodarki (analitycy w coraz szerszym gronie widzą pewne ożywienie gospodarcze w 2020 roku) nałożą się w najbliższym czasie na pewien wzrost inflacji, co przy wzroście PKB przekraczającym potencjał daje szansę na uzewnętrznienie wyższej stopy wolnej od ryzyka w polskich obligacjach, co doprowadzi do wyższych rentowności.

Rozliczenie poprzednich rekomendacji

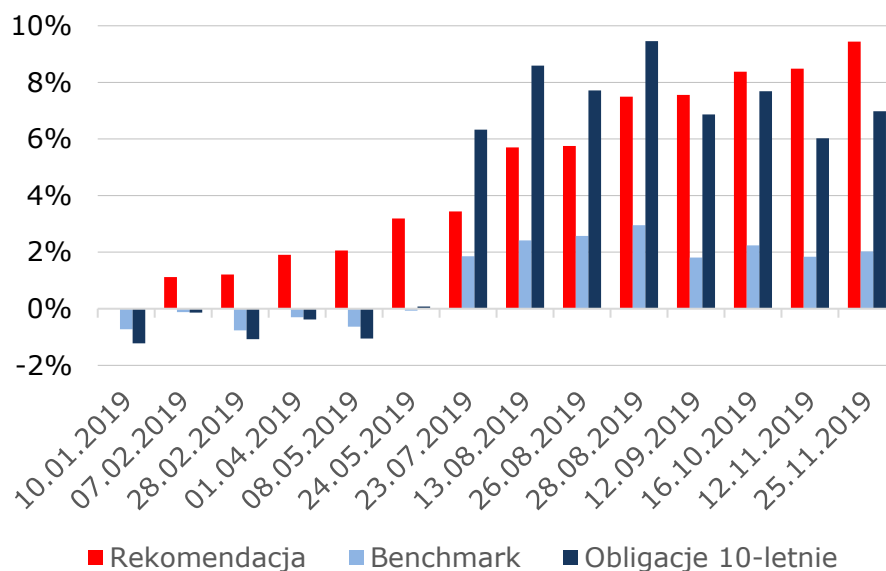
| Nr | Data_O | Portfel | Cena_O | Data_Z | Cena_Z | Wynik z % | W_Skumulowany | Kupon/depo |
|----------|-------------|------------------------------|--------|-------------|--------|-----------|---------------|------------|
| 1/2019 | 2.sty.2019 | Depozyt O/N | 1.0 | 10.sty.2019 | 1 | 0.03% | 0.03% | 1.58% |
| 2/2019 | 10.sty.2019 | Obligacje 10-letnie (WS0428) | 99.3 | 7.lut.2019 | 100.17 | 1.09% | 1.12% | 2.75% |
| 3/2019 | 7.lut.2019 | Depozyt O/N | 1.0 | 28.lut.2019 | 1 | 0.09% | 1.21% | 1.58% |
| 4/2019 | 28.lut.2019 | Obligacje 10-letnie (WS0428) | 99.5 | 1.kwi.2019 | 99.9 | 0.69% | 1.91% | 2.75% |
| 5/2019 | 1.kwi.2019 | Depozyt O/N | 1.0 | 8.maj.2019 | 1 | 0.15% | 2.06% | 1.50% |
| 6/2019 | 8.maj.2019 | Obligacje 10-letnie (DS1029) | 98.4 | 24.maj.2019 | 99.42 | 1.13% | 3.19% | 2.75% |
| 7+8/2019 | 24.maj.2019 | Depozyt O/N | 1.0 | 23.lip.2019 | 1 | 0.25% | 3.44% | 1.50% |
| 9/2019 | 23.lip.2019 | Obligacje 10-letnie (DS1029) | 105.7 | 13.sie.2019 | 107.9 | 2.26% | 5.70% | 2.75% |
| 10/2019 | 13.sie.2019 | Depozyt O/N | 100.0 | 26.sie.2019 | 100 | 0.05% | 5.75% | 1.50% |
| 11/2019 | 26.sie.2019 | Obligacje 10-letnie (DS1029) | 107.2 | 28.sie.2019 | 109 | 1.74% | 7.49% | 2.75% |
| 12/2019 | 28.sie.2019 | Depozyt O/N | 100.0 | 12.wrz.2019 | 100 | 0.06% | 7.56% | 1.50% |
| 13/2019 | 12.wrz.2019 | Obligacje 10-letnie (DS1029) | 106.4 | 16.paź.2019 | 107.0 | 0.82% | 8.38% | 2.75% |
| 14/2019 | 16.paź.2019 | Depozyt O/N | 100.0 | 12.lis.2019 | 100 | 0.11% | 8.49% | 1.50% |
| 15/2019 | 12.lis.2019 | Obligacje 10-letnie (DS1029) | 105.2 | 25.lis.2019 | 106.1 | 0.95% | 9.44% | 2.75% |



Wynik ostatniej rekomendacji



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 tłumaczenia pewnych ruchów, które pojawiają się na początku lub na końcu trendów (przestrzelenia, gwałtowne wchodzenie i wychodzenie z pozycji przez inwestorów). Słabą stroną 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. Mocną stroną 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.