



Rekomendacja numer 4/2020

Data: czwartek, 19 marca 2020

Godzina: 15:42

Termin ważności rekomendacji: do odwołania

Sporządzający:

Ernest Pytlarczyk (DIR)

Marcin Mazurek (DIR)

Piotr Bartkiewicz (DIR)

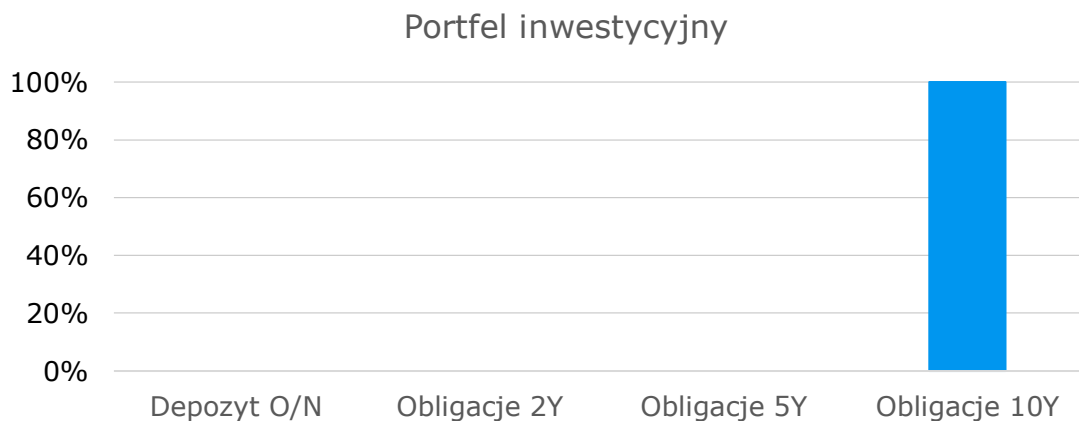
Maciej Zdrolik (DIR)

Rekomendacja jest skierowana do nieoznaczonego adresata

Portfel inwestycyjny: DS1029

Cena wejścia (dot. obligacji): 105,5

T/P: 109



Przechodzimy ponownie na agresywną alokację w 10-letnie obligacje

Uzasadnienie

Zmienność na rynkach jest bardzo wysoka, powszechne są braki płynności i szerokie kwotowania. Globalnie rynki znajdują się nadal w fazie paniki. Rekordowa stymulacja monetarna i zapowiedź dużych działań fiskalnych ma jednak już pewien wpływ na rentowności – te stabilizują się i nawet lekko rosną; krzywe swapowe w USD i EUR wystromiły się. Z biegiem czasu rynki powinny się uspokajać, choć wszystko zależy od postępów w liczbie zachorowań. Wprowadzone działania izolacyjne powinny ją zmniejszać, ale jeszcze tego nie widać w danych. Zbliżamy się do okresu, kiedy zaczną sphywać fatalne dane gospodarcze, których nie sposób wycenić (będą zaskoczenia w dół, ale już z uruchomioną poduszką monetarno-fiskalną).

Działania fiskalne i monetarne będą naszym zdaniem powstrzymywać eksplozję ryzyka kredytowego, a nawet mogą (wreszcie) prowadzić do jego kompresji. Dotyczy to także polskiego rynku. Jednocześnie bliskość złych danych (i potencjał do zaskoczeń w dół) sprawia, że rynkowe stopy wolne od ryzyka nie mają szansy na kontynuację błyskawicznego ruchu w górę (czy dalszego, silnego stromienia). Można co najwyżej oczekiwać powolnego dryfu, aczkolwiek przypadek Polski jest specyficzny, bo działania NBP prowadzone są przy założeniu bardzo optymistycznego scenariusza makro (1,5% wzrostu w 2020 roku). Jest potencjał do zaskoczeń i utrzymywania krzywych swapowych nisko lub nawet niżej. Połączenie uspokojenia nastrojów, rekordowej stymulacji fiskalnej i niestandardowych działań NBP sprawia, że kompresja ryzyka kredytowego może być szybsza niż jakkolwiek ruch w górę na stopach od tego ryzyka wolnych. Działania NBP powinny też wyznaczać sufit na rentownościach obligacji,

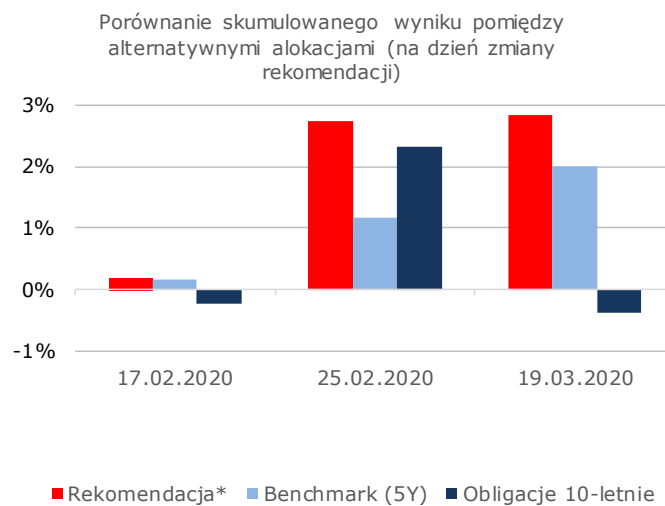


zwłaszcza jeśli perspektywa QE nabierze w oczekiwaniach rynku rumieńców i kolorytu jeszcze bardziej zachodniego (zerowe lub bardzo niskie stopy procentowe banku centralnego, niższe niż obecnie).

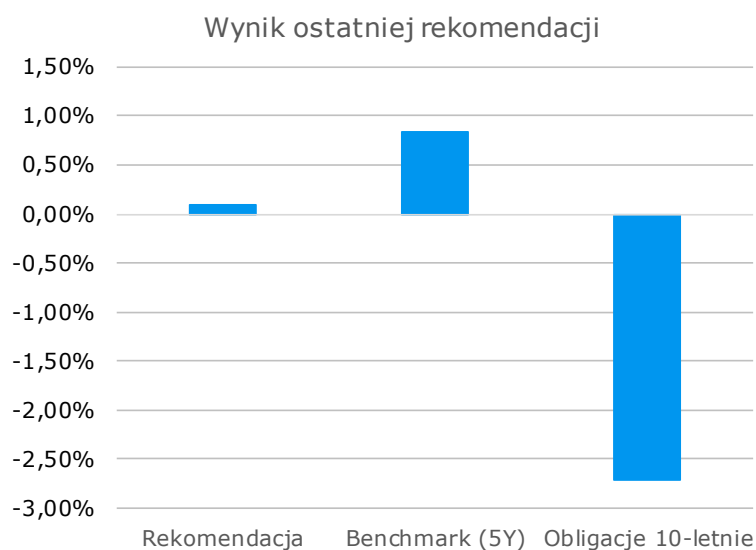
Decydujemy się na taktyczne wejście w 10-letnie obligacje. Zagramy ze zleceniem T/P na cenie równej 109.

Rozliczenie poprzednich rekomendacji

Nr	Data_O	Portfel	Cena_O	Data_Z	Cena_Z	Wynik z %	W_Skumulowany	Kupon/depo
1/2020	2.sty.2020	Depozyt O/N	100,0	17.lut.2020	100	0,19%	0,19%	1,50%
2/2020	17.lut.2020	Obligacje 10-letnie	104,8	25.lut.2020	107,4	2,54%	2,73%	2,75%
3/2020	25.lut.2020	Depozyt O/N	100,0	19.mar.2020	100	0,09%	2,82%	1,50%



* Uwzględnia spread bid/ask





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.