



Komentarz do sytuacji na rynku długu

43 TYDZIEŃ 2013 r. (21 PAŹDZIERNIKA - 25 PAŹDZIERNIKA)



TYDZIEŃ ROZCZAROWUJĄCYCH DANYCH EKONOMICZNYCH

Ubiegły tydzień rozpoczął się od spadku cen krajowego długu. Przecena wywołana była z jednej strony obawami o przebieg wtorkowej aukcji polskich obligacji skarbowych, z drugiej nadziejami na lepsze dane z amerykańskiego rynku pracy we wrześniu. Skoro wywołaliśmy już temat danych zza oceanu, to odczyty sprzed paralizu amerykańskiej administracji publikowane będą dopiero w tym tygodniu. Wielu inwestorów wierzy w to, że będą one słabsze tylko i wyłącznie z powodu „shutdownu”. Ubiegłotygodniowy (z wtorku 22 października) raport z rynku pracy mógł tę wiarę jednak osłabić - ilość nowych miejsc pracy okazała się bowiem mniejsza niż sądzili ekonomiści. Wspomniana publikacja, wraz ze świetną aukcją w Polsce sprawiły, że do zeszłego czwartku obserwowaliśmy wzrostu cen naszych skarbówek. Dla 10-letnich obligacji to ok. 25 bp od wtorkowego poziomu sprzed aukcji, choć w piątek oddaliśmy część wcześniejszego ruchu. Krótki koniec krzywej rentowności spada podsypany nowymi gołębimi wypowiedziami członków RPP, długi spada z obawy o pogarszające się ożywienie w USA i tym samym brak „taperingu”. Krzywa delikatnie się wypłaszcza i na piątkowe zamknięcie wygląda następująco:

	YTM*	zmiana (pkt)
2Y	2,90%	-6
5Y	3,45%	-9
10Y	4,14%	-9

* YTM (ang. Yield to Maturity) - stopa dochodu, którą uzyskują inwestorzy kupując obligacje po aktualnej cenie rynkowej i przetrzymując je do terminu wykupu

Miniony tydzień

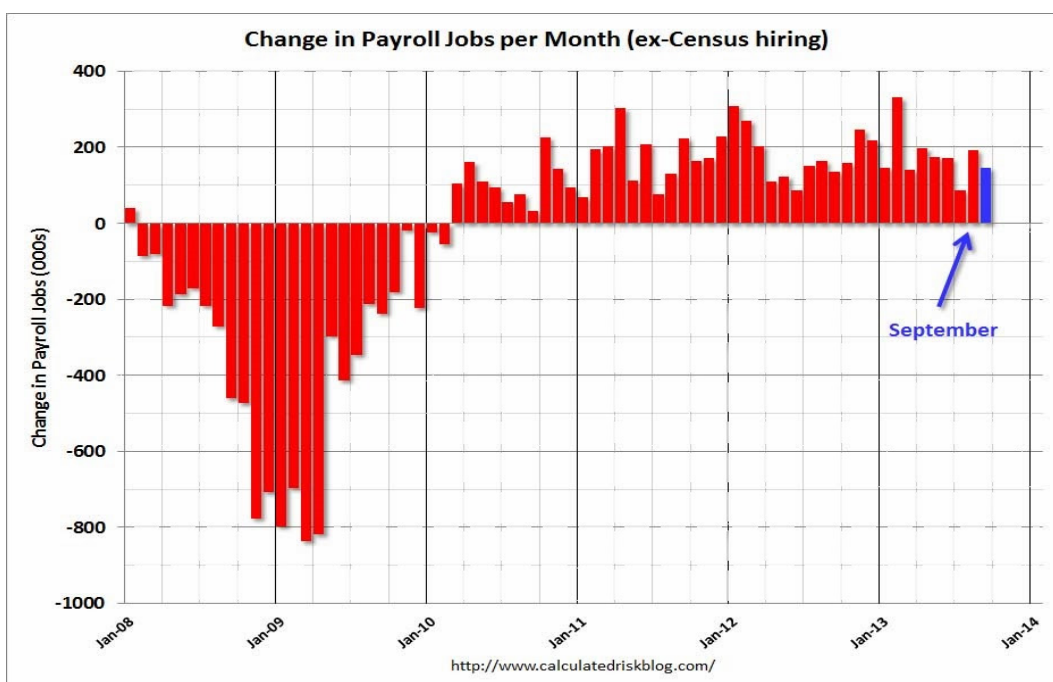
Z punktu widzenia globalnych inwestorów najważniejszym wydarzeniem zeszłego tygodnia była publikacja zaległego raportu z rynku pracy przygotowywanego przez BLS (Bureau of Labor Statistics). Zaległego, bo początkowo miał się ukazać w pierwszym tygodniu października - jego publikacja została wstrzymana z powodu wysłania wielu pracowników agend federalnych na przymusowe urlopy. Wspomniany zestaw danych jest ważny w opinii FED a co za tym idzie i wielu inwestorów. Rynek oczekiwał delikatnej poprawy w stosunku do poprzedniego miesiąca. Tymczasem dane zaskoczyły negatywnie, wskazując na osłabienie tego sektora gospodarki i to jeszcze przed nasileniem się zawirowań wokół polityki fiskalnej USA. Poza sektorem rolniczym przybyło jedynie 148 tys. miejsc pracy podczas gdy oczekiwano 180 tys. Jednocześnie zrewidowano poprzednie dwa odczyty - lipcowy w dół ze 104 tys. do 89 tys. (tym samym lipiec okazał się najsłabszym miesiącem dla rynku pracy w III kwartale) a sierpniowy w górę ze 169 tys. do 193 tys.



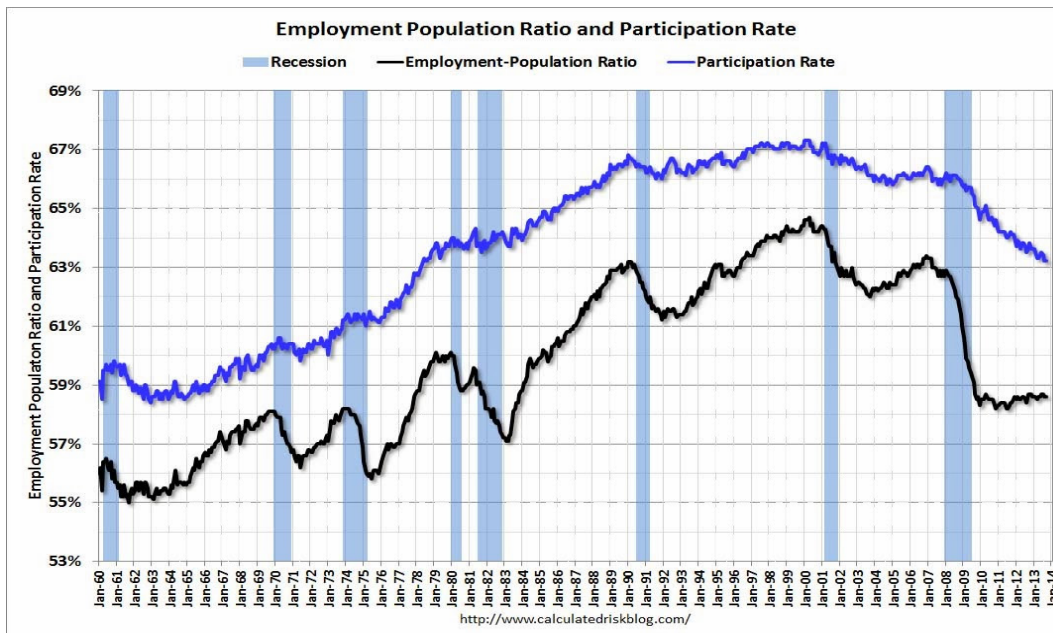
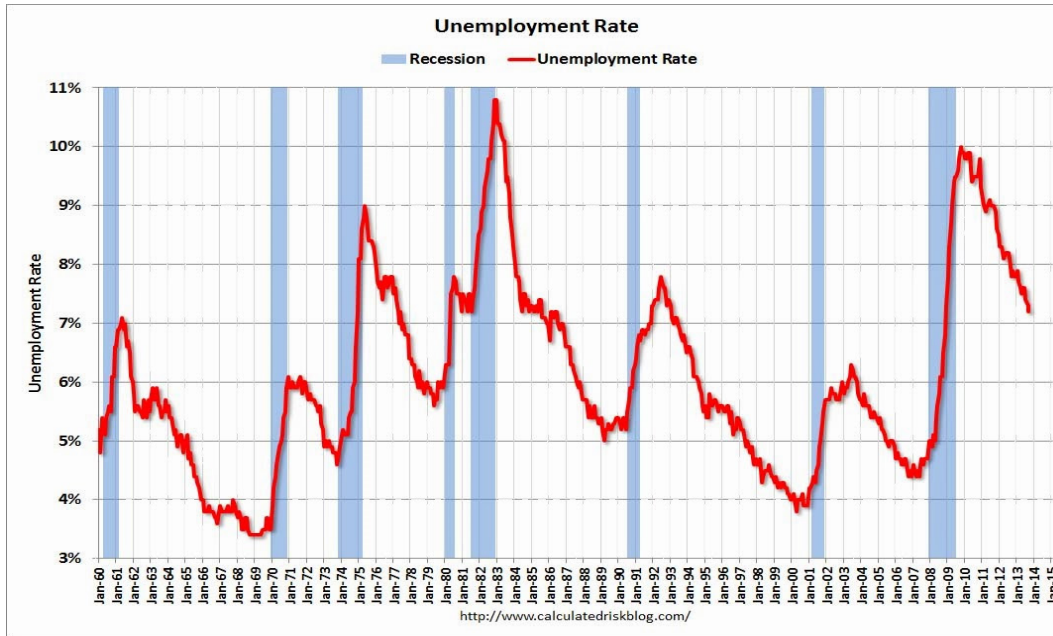
Konrad Augustyński – zarządzający
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ

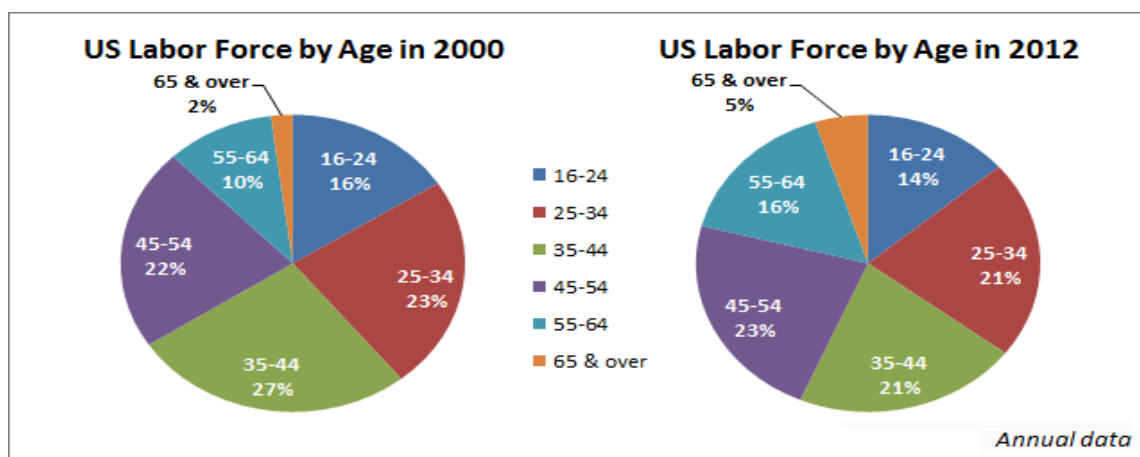
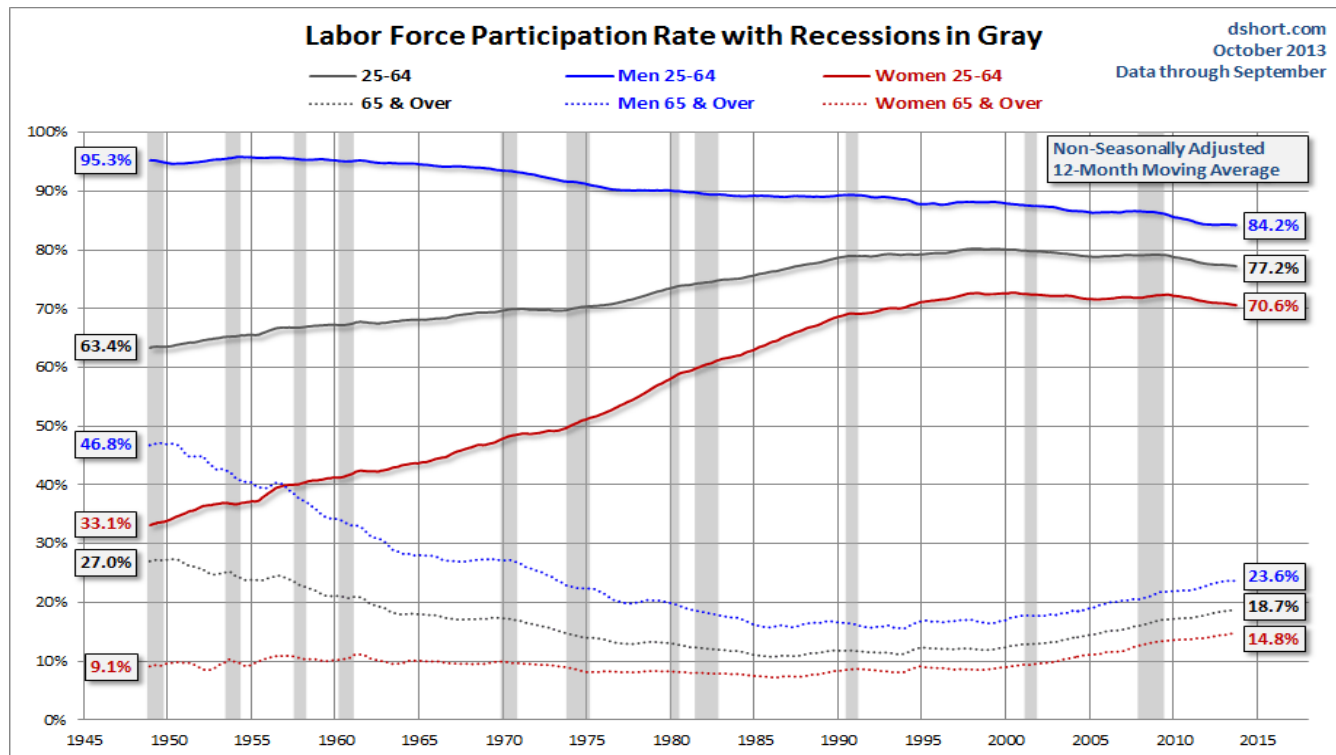


Paweł Kowalski – zarządzający
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ



Jedyną pozytywną informacją płynącą z raportu był kolejny spadek bezrobocia do poziomu najniższego od listopada 2008 r. - we wrześniu stopa bezrobocia wyniosła 7,24% wobec 7,28% poprzednio i oczekiwanych przez rynek 7,30%. Na uwagę zasługuje fakt, że tym razem spadek bezrobocia odbył się przy wzroście zatrudnienia a nie przy spadku liczby osób aktywnych zawodowo jak poprzednio. We wrześniu Participation Rate (czyli odsetek osób w wieku produkcyjnym) pozostał na niezmiennym poziomie 63,2% i jest to poziom niższy niż 66-67% (przeciętnie) w ostatnich 20 latach. Duża część tej zmiany tłumaczona jest jednak zmianami w strukturze demograficznej kraju – obecnie większy odsetek zatrudnionych niż jeszcze kilka lat temu stanowią osoby starsze, spada udział osób młodych.





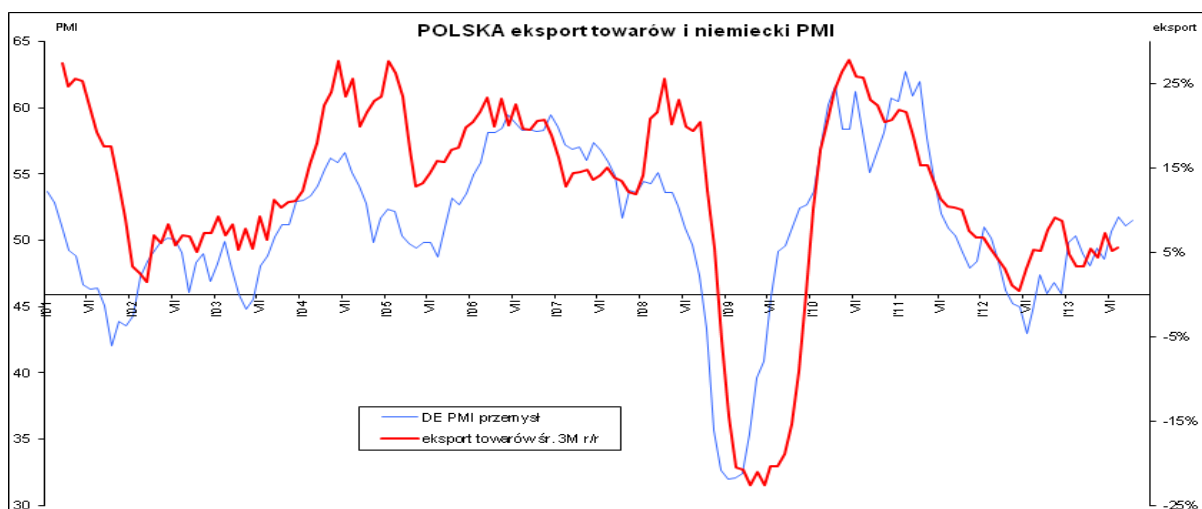
Słabsze okazują się być też bieżące dane z amerykańskiego rynku pracy. W czwartek liczba wniosków o ubezpieczenie dla bezrobotnych po raz kolejny negatywnie zaskoczyła odczytem wyższym od oczekiwań (350 tys. vs 340 tys.). Nic więc dziwnego, że oczekiwany przez rynek termin ograniczenia skupu obligacji przez FED, przesuwa się. Z ankiety przeprowadzonej we wtorek przez Reutersa wśród dealerów pierwotnych wynika, że 9 z 15 ankietowanych nie spodziewa się ograniczenia programu QE przed marcem 2014 r., (2 z 15 oczekuje go w styczniu, również 2 ogólnie w I-szym kwartale 2014 r., 1 nie wcześniej niż w styczniu i 1 nie wcześniej niż w czerwcu 2014 r.). Jeszcze przed publikacją wtorkowych danych z rynku pracy działań FED oczekiwano między grudniem 2013 r. a właśnie marcem 2014 r. (zaledwie miesiąc temu mediana oczekiwań wskazywała na wrzesień/październik 2013 r.). Przesuwają się także oczekiwania dotyczące pierwszych podwyżek stóp procentowych w USA - 13 z 15 dealerów pierwotnych uważa, że do pierwszej podwyżki dojdzie w 2015 r. (dwóch pozostałych że dopiero w 2016 r.).

Poza rynkiem pracy, zadyszka w ożywieniu zaczynają powoli odczuwać inne działy amerykańskiej gospodarki. W minionym tygodniu ukazały się dane o zamówieniach na dobra trwałego użytku. Ich odczyt wprawdzie zaskoczył pozytywnie (+3,7% m/m vs oczekiwane +2,0% m/m), jednak po usunięciu bardzo wysokiego wyniku sekcji „transport” (+12,3%), był on gorszy od oczekiwań (-0,1% vs +0,5%). Główny ekonomista TFI PZU tak to skomentował: „Po odrobieniu strat z recesji, poziom zamówień cofnął się latem ale wciąż świadczy o sporej aktywności sektora przetwórczego. Mimo wszystko, jest to kolejna publikacja rozczarowująca rynek i wpisująca się



w obraz nieznacznie zwalniającego wzrostu gospodarczego - co przekłada się na osłabienie oczekiwań na rozpoczęcie „taperingu” do końca tego roku”.

Z ważniejszych danych publikowanych w minionym tygodniu warto jeszcze wspomnieć o wskaźnikach koniunktury. W czwartek ukazał się odczyt amerykańskiego Markit PMI dla przemysłu, który spadł do 51,1pkt (-1,7 pkt w stosunku do poprzedniego miesiąca). Co prawda rynek oczekiwał spadku z powodu „shutdownu”, jednak nie aż tak dużego. Słabsze były też wskaźniki z Europy. PMI Composite dla strefy euro spadł w październiku o 0,7pkt do 51,5 pkt (rynek oczekiwał 52,5 pkt) za sprawą słabszego odczytu tego badania dla sektora usługowego (50,9 pkt, spadek o -1,3 pkt). Lekki wzrost (0,2 pkt) odnotował natomiast sektor przemysłowy a odczyt na poziomie 51,3 pkt jest niewiele gorszy od maksymalnego z ostatnich 2 lat. Ogólnie odczyty październikowe w większości przypadków były niższe niż te we wrześniu - na plus wyróżnia się odczyt PMI dla Chin, który urósł do 50,9 pkt z 50,2 pkt we wrześniu i wobec 50,5 pkt oczekiwanych przez rynek. Główny ekonomista TFI PZU stwierdził, że: „Październikowe odczyty wskaźników PMI rozczarowują, ale mogą być tylko przejawem miesięcznej zmienności nastrojów. Nie można jeszcze stwierdzić, że ożywienie traci siłę. Ponadto poziomy indeksów nadal przekraczają graniczne 50 pkt, co oznacza kontynuację rozwoju gospodarki z początku bieżącego kwartału na poziomie zbliżonym do kwartału poprzedniego - według Markit to +0,2% kw/kw. Pozytywne informacje dla gospodarki polskiej (a w szczególności dla polskiego przemysłu) są wynikiem poprawy nastrojów w niemieckim przemyśle - zwiększa to szansę na kontynuację wzrostów eksportu i dużą pozytywną kontrybucję handlu zagranicznego do wzrostu PKB w kolejnych okresach”.



Polski rynek, poza sentymentem globalnym i danymi z największych gospodarek, swoją uwagę skupiał głównie na lokalnych wydarzeniach - przede wszystkim wtorkowej aukcji obligacji skarbowych. W minionym tygodniu Ministerstwo Finansów wypłaciło bowiem kupony obligacji październikowych (8,77 mld zł) oraz nominał obligacji DS1013 (19,6 mld zł). Minister chciał wykorzystać tę sytuację i emitując nowy dług, zebrać z rynku dużą część tych pieniędzy z powrotem. W tym celu wyemitowano obligacje za ok. 12 mld zł i była to największa aukcja obligacji w historii RP (dotychczasowy rekord to 10 mld PLN na przetargu w kwietniu tego roku). Pomimo tak dużej podaży, obligacje rozeszły się jak świeże bułeczki a sądząc po strukturze sprzedanych obligacji - trafiły one w większości w ręce inwestorów, którzy szybko się ich nie pozbędą. Co jednak ważniejsze, inwestorzy już mogą być zadowoleni (bieżące ceny są wyższe niż te, po których obligacje nabyli). Piotr Marczak, dyrektor departamentu Długu Publicznego MF, tak skomentował wtorkową aukcję: „Dzisiejszy przetarg z największą w historii podażą obligacji należy zaliczyć do udanych. Zgłoszony popyt w wysokości 16,5 mld zł pozwolił sprzedać obligacje z górnego pułapu podaży, czyli 12 mld zł. Była to również największa wartość sprzedaży na jednej aukcji. W strukturze sprzedaży przeważały obligacje długoterminowe, które stanowiły 60 proc. wszystkich sprzedanych obligacji. Przetarg odbył się ze znacznym udziałem inwestorów z krajowego sektora poza bankowego, obecni byli również inwestorzy zagraniczni i banki krajowe”. Dodał również, że: „Dzisiejszy przetarg zakończył finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Zgodnie z planem do końca roku pozostały trzy przetargi obligacji. Sprzedaż obligacji na tych przetargach finansować będzie już przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe.”

Poza aukcją obligacji, inwestorzy na polskim rynku śledzili odczyty lokalnych danych makro. Najważniejsza była sprzedaż detaliczna, która we wrześniu wzrosła o 3,9% r/r z 3,4% w sierpniu. Choć rynek oczekiwał wzrostu o 4,4% r/r (dane zaskoczyły więc nieco negatywnie), nadal wyraźny jest wzrost dynamiki konsumpcji indywidualnej a tym samym kontynuacja ożywienia gospodarczego w Polsce. „Silniejszemu wzrostowi dynamiki ogółem zapobiegły (większe niż zazwyczaj we wrześniu), miesięczne spadki sprzedaży żywności i w sklepach niewyspecjalizowanych oraz ich wyraźne roczne spowolnienie. Z drugiej strony przyspieszyła sprzedaż w większości kategorii odzwierciedlających popyt konsumpcyjny jak: meble, RTV, AGD, odzież. Dodatkowo zauważalne jest ożywienie w motoryzacji - choć może być to wynik rosnącego reeksportu do Niemiec. Sytuacja ta odzwierciedla poprawę nastrojów i sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.” – zauważa główny ekonomista TFI PZU. Dodał on również: „Dzisiaj szacuję, że wzrost PKB w ubiegłym kwartale przyspieszył do 1,6-1,7% r/r. Nie wykluczam, że mógł być on wyższy. W całym roku 2013 roku, wzrost gospodarczy powinien wynieść 1,3-1,4%, na co powinny się przede wszystkim złożyć pozytywna kontrybucja handlu zagranicznego





oraz odżywiający wzrost konsumpcji prywatnej. Kolejne okresy powinny przynosić dalszą stopniową poprawę, jednak osiągnięcie tempa wzrostu potencjalnego nastąpi dopiero w przyszłym roku i daleko jest jeszcze do pojawienia się jakiegokolwiek presji popytowej na ceny.”.

Pozostałe ważne wydarzenia tygodnia:

- Polska: Główny ekonomista MF Ludwik Kotecki tak skomentował budżet na 2014 r. „Budżet na 2014 rok jest oparty na solidnych, może nawet trochę zbyt ostrożnych, makroekonomicznych fundamentach. Ta ostrożność pokrywa ryzyko wolniejszego ożywienia w strefie euro. (...) Prognoza wzrostu PKB na 2014 rok na poziomie 2,5 proc. jest ostrożna, wzrost ostatecznie może być wyższy. Ekonomisci bankowi już podnoszą prognozy. My też widzimy potencjał do dużo lepszych wskaźników makroekonomicznych w przyszłym roku. (...) Inflacja średnioroczna na poziomie 2,4 proc. może być prognozowana na nieco za wysokim poziomie. Presji inflacyjnej w gospodarce nie ma i patrząc na poziom tzw. luki podażowej, jeszcze przez długi czas nie będzie. Kształt polityki pieniężnej jest niezależną decyzją RPP, ale moim zdaniem warunków do podwyżki stóp procentowych nie będzie nawet do końca 2014 roku.”.
- Polska: “Trzeba generalnie wejrzeć w te dane, oczyścić z sezonowości, natomiast przede wszystkim nie wydaje mi się, żeby można było powiedzieć, że to ożywienie jest niepewne, bo ono postępuje, tylko jest bardzo powolne i nie budzi presji inflacyjnej. Można więc powiedzieć, że te dane w jakimś stopniu zbliżają do tego, iż przedłużymy ten okres neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej” – powiedział prezes NBP Marek Belka.
- Polska: “Presja inflacyjna pozostaje niska. Wszyscy oczekują ożywienia, ale rzeczywistych sygnałów istotnego ożywienia nie widać. Ono z pewnością będzie, ale powolne, stopniowe. Wydłużenie okresu neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej do połowy 2014 roku jest moim zdaniem sensowne przy założeniu braku szoków i braku zmian w otoczeniu makro” – powiedziała Elżbieta Chojna-Duch z Rady Polityki Pieniężnej. “Można natomiast nawet zastanowić się nad powrotem do łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej obserwując decyzje innych banków centralnych” – dodała.
- Turcja: Bank centralny Turcji pozostawił referencyjną stopę procentową bez zmian. Wynosi ona nadal 4,50 proc.

Nadchodzący tydzień

W nadchodzącym tygodniu w centrum uwagi inwestorów nadal pozostaną dane z USA. Wśród nich najważniejsze będą odczyty: indeksu ISM (w piątek), sprzedaży detalicznej (we wtorek) oraz dane z rynku pracy (ADP i Initial Jobless Claims). Na drugi plan schodzi natomiast posiedzenie FED, choć ciekawy może być komunikat po nim. Obecnie nikt się nie spodziewa, by FOMC zmienił swoje bieżące nastawienie i tempo skupu obligacji - jednak na konferencji prasowej Ben Bernanke może zaprezentować stanowisko FED w sprawie „shutdownu” a nawet pokusić się o ocenę jego skutków. Może zasugeruje też kiedy rynek powinien oczekiwać powrotu do tematu taperingu (i czy marzec to dobry termin). Na przestrzeni tygodnia ukażą się dalsze badania koniunktury i sentymentu, zarówno dla gospodarki amerykańskiej jak i europejskich. Są wśród nich m.in. GfK German Consumer Climate (we wtorek) i CB Consumer Confidence dla USA (w środę). Rozpocznie się też publikacja danych dotyczące inflacji.

Z Polski zbyt wielu doniesień nie poznamy – będą to jedynie oczekiwania inflacyjne (w czwartek) a w piątek mamy dzień wolny od pracy.

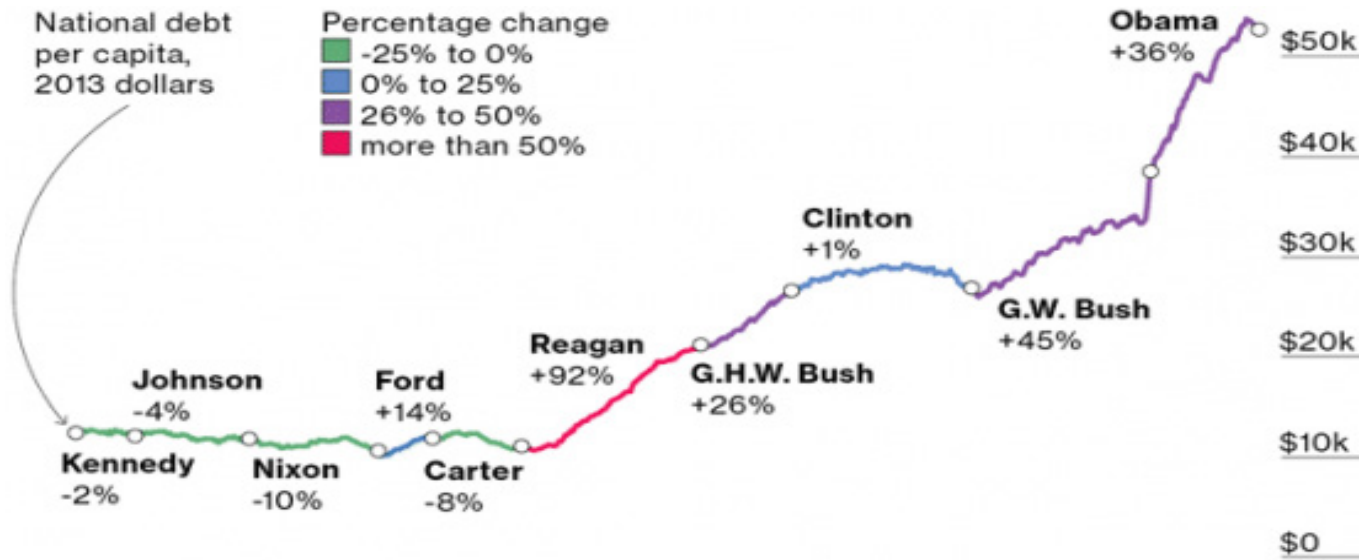
Portfel

Nie da się obecnie wyodrębnić skutków fiskalnego tsunami w USA na dane gospodarcze ukazujące w październiku i zapewne również w listopadzie. Co więcej, podobne zawirowania mogą się powtórzyć z końcem roku, gdy Amerykanie ponownie rozpoczną debatę polityczną na temat limitu długu. Zdają sobie z tego sprawę inwestorzy, którzy już obniżają swoje oczekiwania co do publikowanych liczb. My dalej uważamy, że dane wychodzą słabsze nie tylko z powodu „shutdownu” a wraz z oddaleniem się „taperingu” korekta wzrostowa cen na rynku obligacji będzie kontynuowana. Coraz uważniej patrzymy jednak na zachowanie inwestorów i rynków. Obawiamy się, że słabsze dane mogą nie wystarczyć do podtrzymania tego ruchu a nawet że mogą być z w/w powodów ignorowane - natomiast każdorazowy lepszy odczyt może być katalizatorem gwałtownego spadku cen obligacji. Zobaczymy, czy w najbliższych tygodniach ta niesymetryczność będzie na rynku obecna. Uważamy, że jeszcze nie czas na lepsze dane - należy być jednak czujnym. Inwestorzy zdają się traktować ten ruch jedynie jako korektę trendu rosnących rentowności - jak tylko uznają, że korekta się kończy, mogą ponownie zacząć sprzedawać papiery.



Ciekawostka

Poniżej zamieszczamy ciekawy wykres przedstawiający jak rosło zadłużenie Stanów Zjednoczonych w przeliczeniu na głowę mieszkańca (debt per capita) - skorygowane o inflację, za czasów jej kilku ostatnich prezydentów.



GRAPHIC BY BLOOMBERG BUSINESSWEEK; DATA: U.S. TREASURY, COMPILED BY BLOOMBERG

Niniejszy komentarz jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów autorów i nie stanowi „rekomendacji” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). PZU TFI SA nie ponosi tym samym odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie informacji zawartych w niniejszym opracowaniu.

Wymagane prawem informacje, w tym szczegółowy opis czynników ryzyka, zawarte są w prospekcie informacyjnym funduszu, publicznie dostępnym na stronie pzu.pl, w siedzibie TFI PZU SA oraz w treści kluczowych informacji dla inwestorów, dostępnych w miejscach zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa.

Wartość aktywów netto Subfunduszu może charakteryzować się dużą zmiennością ze względu na fakt, iż Subfundusz lokuje znaczną część aktywów w akcje spółek, w tym denominowanych w walutach obcych, i nie zabezpiecza ryzyka zmian kursów walut obcych względem waluty polskiej.

Fundusz nie gwarantuje realizacji założonego celu inwestycyjnego ani uzyskania określonego wyniku inwestycyjnego. Uczestnik musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Subfundusz może lokować powyżej 35% wartości aktywów w papiery wartościowe emitowane, poręczane lub gwarantowane przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski lub inne podmioty wskazane w statucie Funduszu.

Niniejsza informacja upowszechniana jest w celu reklamy lub promocji usług TFI PZU SA, przy czym nie może stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji o skorzystaniu z usługi lub nabyciu jednostek uczestnictwa Funduszu.

