

## Komentarz tygodniowy do sytuacji na rynku długu



## KOLEJNE JASKÓŁKI WZROSTU GOSPODARCZEGO

Trend z końcówki poprzedniego tygodnia był kontynuowany również w poniedziałek. Rentowności dziesięcioletnich obligacji skarbowych spadły o ok. 8 pb, przy obrotach sugerujących zainteresowanie inwestorów zagranicznych naszym rynkiem. We wtorek, pod wpływem presji sprzedażowej na rynkach corowych i lepszych danych z polskiej gospodarki, trend ten się jednak odwrócił. Już w połowie dnia poniedziałkowe spadki rentowności były zniwelowane, a dzień zamknęliśmy z rentownościami 12 pkt. bazowych powyżej poprzedniego zamknięcia. Środa wraz z lepszymi danymi o światowej koniunkturze przyniosła dalsze wzrosty rentowności. Widać jednak, że 4% to dla wielu inwestorów próg opłacalności inwestowania w polskie obligacje długoterminowe. Widząc rentowności przekraczające 4%, na rynku pojawia się bowiem popyt hamujący spadki cen. I tak też było tym razem. Do końca tygodnia rynek pozostawał w równowadze. Mimo iż w tym tygodniu mieliśmy wykup obligacji OK0713 oraz wypłatę kuponów z lipcowych obligacji – dzięki czemu na rynek wypłynęło ok 9-10 mld zł – był to najślabszy tydzień tego miesiąca dla obligacji. Krzywa rentowności się wystromiła i wygląda następująco:

	YTM*	zmiana (pkt)
2Y	2,81%	-5
5Y	3,31%	+5
10Y	3,98%	+11

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

### Miniony tydzień

W weekend odbyły się wybory do wyższej izby w japońskim Sejmie. Koalicja rządząca (LDP/New Kometo) wygrała zgodnie z przedwyborczym konsensusem. Nie zdołała jednak uzyskać na tyle dużego poparcia (2/3 miejsc w Izbie), aby móc samodzielnie zmieniać konstytucję. Przez najbliższe trzy lata premier Abe i jego rząd będą więc mieli kontrolę nad obiema izbami Sejmu, co powinno pomóc w rozpoczętym reformowaniu japońskiej gospodarki. Chcąc uczynić własną gospodarkę bardziej konkurencyjną będą zapewne osłabiać swoją walutę i wypychać lokalnych inwestorów do inwestowania poza Japonią, pewnie również w Polsce. Już od jakiegoś czasu słyszymy o japońskich firmach ubezpieczeniowych i funduszach emerytalnych kupujących polskie obligacje. Czas pokaże czy ten trend będzie kontynuowany. Naszym zdaniem tak.

Z punktu widzenia globalnej gospodarki, najważniejszym dniem mijającego tygodnia była środa. Wczesnym rankiem ukazały się dane z Chin – PMI w przemyśle liczone przez bank HSBC spadł do poziomu najniższego od jedenastu miesięcy. Odczyt na poziomie 47,7 był kolejnym już odczytem poniżej poziomu 50 pkt oddzielającego spowolnienie od wzrostu aktywności gospodarczej. Analitycy oczekiwali, że odczyt będzie na poziomie z ubiegłego miesiąca tj. 48,2 pkt. Większość ekonomistów już od pewnego czasu systematycznie obniża swoje prognozy dla wzrostu największej azjatyckiej gospodarki. Optymizm studzi również chiński rząd, jednak w zeszłym tygodniu źródła rządowe poinformowały, że rząd może zdecydować się na stymulowanie chińskiej gospodarki, aby zapewnić tegoroczny wzrost PKB na poziomie 7,5% y/y i przyszłoroczny na poziomie 7,0.

Ok. 9:00 polskiego czasu ukazały się też indeksy PMI w przemyśle i usługach ze strefy euro oraz Francji i Niemiec. Tym razem dane z eurolandu zaskoczyły pozytywnie. Odczyty zarówno PMI w przemyśle i usługach były o ok. 1 pkt wyższe niż spodziewali się analitycy, powoli wracając do poziomów oznaczających wzrost aktywności gospodarczej (powyżej 50 pkt.). Na początku sierpnia poznamy dane z pozostałych krajów strefy euro, ale już teraz widać, że mamy do czynienia z wyraźnym zmniejszeniem tempa spadków aktywności gospodarczej w tych krajach.

Kolejną jaskółką wzrostów gospodarczych w strefie euro jest zapewne piątkowy odczyt indeksu IFO, obrazującego nastroje wśród przedsiębiorców niemieckich. Lipcowy odczyt na poziomie 106,2 był zarówno lepszy od odczytu czerwcowego jak i oczekiwań analityków kształtujących się na poziomie 106,1 pkt, jak i wieloletniej średniej dla tego indeksu. Zwłaszcza ocena bieżącej sytuacji była dużo lepsza niż oczekiwali analitycy (110,1 vs 109,4). Wzrost nastrojów w niemieckim przemyśle może mieć pozytywny wpływ również na polski przemysł. Przypomnijmy, że Niemcy to nasz największy partner handlowy – w pierwszych pięciu miesiącach tego roku do Niemiec trafiło ponad 25% naszego eksportu. Zachowanie wskaźnika IFO daje więc nadzieję na kontynuację wzrostów polskiego eksportu w najbliższych okresach, a może nawet na poprawę dynamiki. Chyba że optymizm niemieckich przedsiębiorców jest przesadzony.

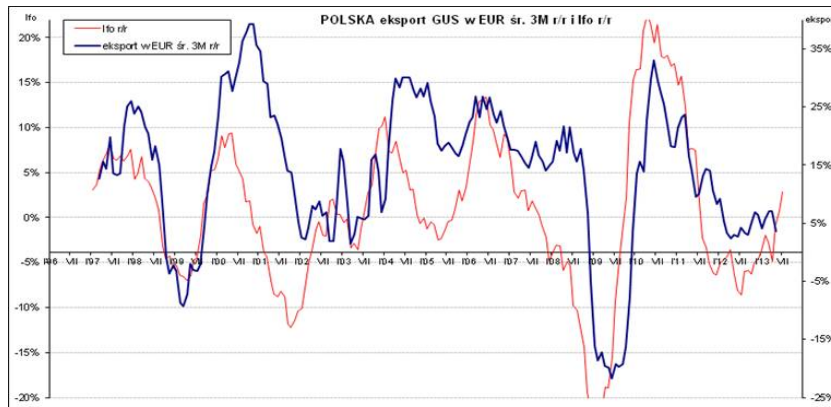
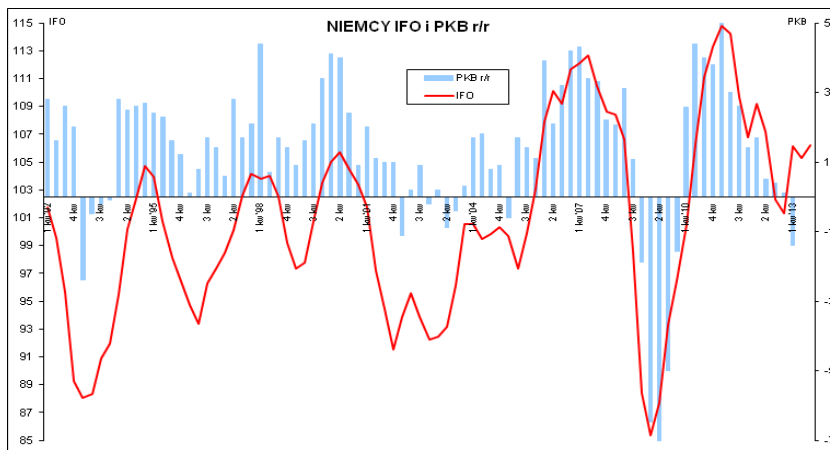
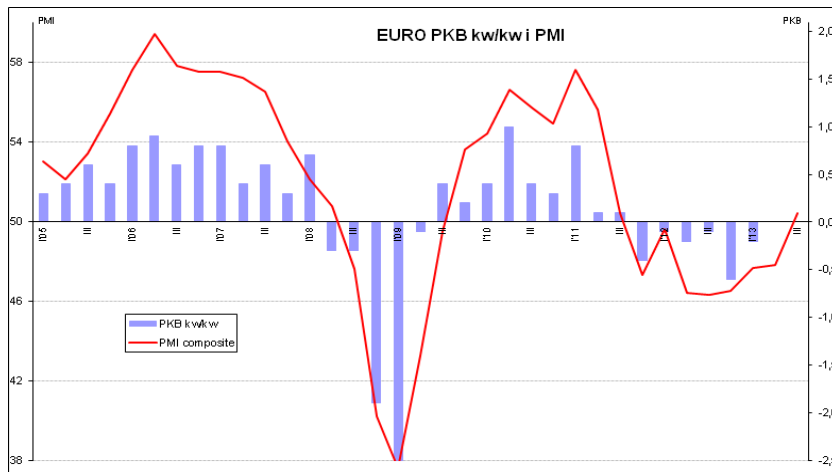


Konrad Augustyński – zarządzający  
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ



Paweł Kowalski – zarządzający  
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ



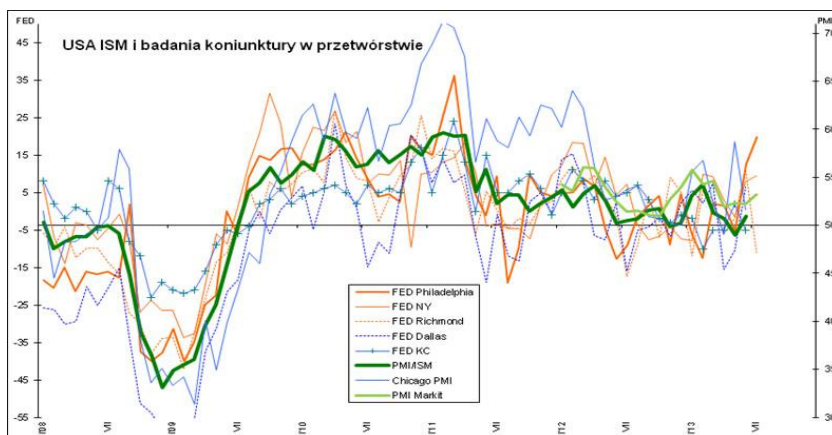


Zdecydowanie lepsze zeszlotygodniowe odczyty indeksów aktywności gospodarczej w stanach zjednoczonych (NY Empire State Manufacturing Indeks i Philadelphia Fed Manufacturing Indeks) w mijającym tygodniu również były kontynuowane. Markit PMI opublikowany w środę wzrósł do 53,2pkt, podczas gdy analitycy oczekiwali odczytu na poziomie 52,5. Chicago Fed Nat Activity Index spadł mniej niż w poprzednim miesiącu, mimo iż analitycy oczekiwali odczytu na poziomie 0. Jedyny słaby odczyt odnotował natomiast Richmond Fed Manufacture Index. Spadek z 8 na -11 był największym miesięcznym spadkiem od 7 lat. Wszystkie te odczyty pozwalają oczekiwać z optymizmem odczytu ISM za lipiec, co z kolei zapowiadałoby szybszy wzrost aktywności w przemyśle i utrwalenia się wzrostu amerykańskiej gospodarki.

W minionym tygodniu mieliśmy też odczyt zamówień na dobra trwałe w USA. Dane okazały się wyraźnie lepsze od oczekiwań (+4,2% m/m wobec oczekiwanych 1,2%, r/r to ok. 10,9%, zrewidowano też w górę poprzedni odczyt), głównie dzięki zamówieniom na samoloty cywilne (+31% m/m; kontrybucja +1,7 pp), ale wzrosty odnotowano też w kategoriach „maszyn” i „motoryzacja”. Poziom



zamówień na dobra trwałego użytku jest w nominale rekordowo wysoki, przekroczył szczyt z przełomu 2007/2008 i zwiększa szanse, że spowolnienie w przetwórstwie skończyło się.



Z największej gospodarki świata pojawiało się na przełomie tygodnia również kilka danych dotyczących rynku nieruchomości. Obraz płynący z nich nie jest jednak jednoznaczny. Sprzedaż istniejących domów spadła w czerwcu w stosunku do majowego odczytu. W dół zrewidowano też majowy odczyt. Z kolei sprzedaż nowych domów wzrosła, i to nawet bardziej niż oczekiwali analitycy, ale majowy odczyt również był zrewidowany w dół. Mniej niż oczekiwali ekonomiści wzrosły też ceny nieruchomości. Rynek bacznie przygląda się danym dochodzącym z amerykańskiego rynku nieruchomości i wpływie jaki mógł mieć na ten rynek wzrost rentowności amerykańskich obligacji. Jeśli potwierdzi się, że wzrost kosztu kredytów wywołany wzrostem rentowności amerykańskich dziesięciolatek nie zatrzyma ożywienia w tej strefie gospodarki, nic już pewnie nie będzie stanie zatrzymać planowanej normalizacji polityki monetarnej w USA. Jedynymi danymi z polskiej gospodarki jakie w ubiegłym tygodniu ujrzały światło dzienne, była sprzedaż detaliczna i rejestrowane bezrobocie. Bezrobocie spadło do 13,2% (z 13,5% w czerwcu) i był to odczyt zgodny z wstępnymi danymi z Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej. Sprzedaż detaliczna zaskoczyła natomiast bardzo pozytywnie. Odczyt na poziomie 1,8 r/r był dużo lepszy od oczekiwań inwestorów na poziomie 1,1 i poprzedniego odczytu (0,5). Realna sprzedaż detaliczna wzrosła o 2.6% i był to najlepszy wynik od roku. Solidne tempo wzrostu zanotowały dobra trwałe, w tym samochody, odzież i meble. Są to kolejne już dane w ostatnich tygodniach, które pozwalają bardziej pozytywnie patrzeć na najbliższą przyszłość polskiej gospodarki. Podobne spostrzeżenia ma najwyraźniej również prezes GUS, który podczas konferencji prasowej powiedział, że „II kwartał z tego, co wiemy w wielu obszarach był lepszy niż I kwartał”. Dodał również, że „wzrost PKB w II kwartale mógł być wyższy niż w I kwartale”. Podczas swojego przemówienia w sejmie swoją ocenę polskiej gospodarki wyraził również prezes Belka. „Uważam, że najgorsze minęło, ale to nie znaczy, iż idzie coś nadzwyczaj dobrego. Odbudowywanie popytu wewnętrznego i dalsza ekspansja polskiego eksportu będą następować, ale powoli. Pytanie, czy wzrost gospodarczy przyspieszy do około 2 proc. i zatrzyma się, co byłoby wysoce niezadowolające z punktu widzenia rynku pracy i oczekiwań społecznych, czy też nastąpi kontynuacja tego ożywienia. Dziś nie mamy pewności, że tak się stanie, ale symptomy ożywienia widzę”- powiedział.

**More Economic Surprises in Europe**  
Citigroup Economic Surprise Indices



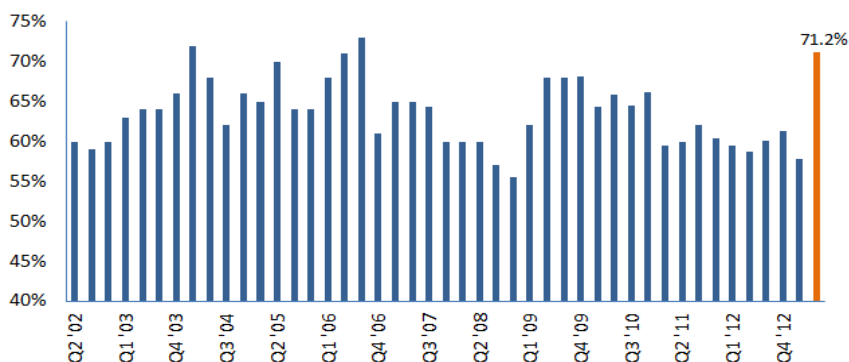
Z ważniejszych wydarzeń w naszej części Europy wypada wspomnieć o posiedzeniach dwóch banków centralnych – tureckiego i węgierskiego. Pierwszy z nich zdecydował się na podwyżkę stopy procentowej pożyczek udzielanych bankom do 7,25 z 6,5%. Była to reakcja na presję sprzedażową, pod którą znalazła się turecka waluta w ostatnich miesiącach. Wcześniej turecki bank centralny bronił waluty sprzedając swoje rezerwy, ale ten mechanizm nie okazał się zbyt skuteczny. Bank Węgier z kolei zdecydował się na obniżkę stóp procentowych do 4% co było zgodne z oczekiwaniami. Mimo obniżenia stóp w dalszym ciągu realna stopa procentowa na Węgrzech jest jedną z najwyższych w regionie.



Pozostałe ważne wydarzenia tygodnia:

- Ze wstępnych danych wynika, że PKB Wielkiej Brytanii wzrósł w II kw. 2013 r. o 0,6 proc. kw/kw, wobec +0,3 proc. w I kw. 2013
- Euro-Zone Consumer Confidence spadł do -17,4. Było to jednak mniej niż poprzedni odczyt na poziomie -18,8 i oczekiwania rynkowe na poziomie -18,3.
- Uniwersytet Michigan opublikował lipcowy wynik indeksu nastrojów konsumenckich. Odczyt na poziomie 85,1 był wyższy niż oczekiwali analitycy, co więcej, był to najwyższy odczyt indeksu od czerwca 2007 r. Lepszym nastrojom sprzyjają wzrosty cen akcji i domów, a także wcześniejsze spadki cen paliw i wolniejsze wzrosty cen w innych działach koszyka wydatków oraz kontynuowana poprawa sytuacji na rynku pracy
- Liczba złożonych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (initial jobless claims) wzrosła o 7 tysięcy do 343 tysięcy. Analitycy oczekiwali 340 tysięcy. Był to wyższy odczyt niż przed tygodniem, który również został zrewidowany w górę.
- Dziewiąty miesiąc z rzędu rosła aktywa zgromadzone w TFI. W czerwcu saldo wpłat i umorzeń wyniosło +1,45 miliarda zł (od początku roku +16,2 miliarda). Najwięcej rosła aktywa funduszy gotówkowych i pieniężnych. Z funduszy dłużnych w czerwcu mieliśmy odpływ rzędu ok. 600 mln zł.
- Cotygodniowy raport EPFR Global po raz kolejny pokazał, że inwestorzy sprzedawali fundusze obligacyjne dedykowane do rynków rozwijających się (umorzono 1,117 mld dolarów – trochę mniej niż w poprzednim tygodniu). Co ciekawe, w tym tygodniu do wszystkich funduszy obligacyjnych mieliśmy po raz pierwszy od kilku tygodni przyływ (4,3 miliarda), głównie dzięki przyływowom do funduszy inwestujących w Ameryce Północnej. Dalsze przyływy mają też fundusze akcyjne (+7,9 miliarda), tym razem również fundusze inwestujące w rynkach rozwijających się.
- Dobre wyniki spółek w USA. Trwa sezon publikacji wyników za 2 kwartał 2013 w Stanach Zjednoczonych. Ponad 70% spółek, które opublikowało już wyniki, zaskoczyło analityków lepszymi od oczekiwań wynikami. Ponad połowa z firm raportuje również wyższe przychody.
- Słabsze wyniki zaprezentowała firma Caterpillar Inc. (CAT) – jeden z największych producentów maszyn budowlanych i górniczych. W wyjaśnieniu podała, że powodem był niższy od pierwotnych oczekiwań światowy wzrost gospodarczy. Oczekując dalszego spowolnienia popytu na surowce z krajów rozwijających się, obcięła również swoje prognozy zysków na kolejny kwartał.

**% of Companies Beating Earnings Estimates by Quarter: 2002-Present**



## Nadchodzący tydzień

Tydzień będzie wręcz nafaszerowany danymi ze Stanów Zjednoczonych. Poznamy PKB za 2Q 2013 r. oraz wyniki kolejnych badań koniunktury w przetwórstwie (ISM Manufacturing Index, Chicago PMI). Uwagę inwestorów w dalszym ciągu będą przyciągać publikacje wyników spółek, a wydarzeniem tygodnia będzie niewątpliwie posiedzenie FED. Zapewne amerykański bank centralny nie zdecyduje się na zmianę stopy procentowej, ale wszyscy czekają na komunikat prasowy po posiedzeniu (środa). Być może członkowie FOMC zdecydują się rzucić nowe światło na plan ograniczenia skupu obligacji, a na pewno podzielią się swoimi obserwacjami dotyczącymi amerykańskiej gospodarki. Poza FED w nadchodzącym tygodniu swoje posiedzenia będą miały również BoE i ECB. Zwłaszcza to drugie posiedzenie może być istotne z punktu widzenia inwestorów. Ciekawe będzie jak prezes Dragi interpretuje wychodzące ostatnio lepsze dane z europejskiej gospodarki. Poza USA kilka innych krajów będzie również publikowało swój PKB – w tym kilka krajów z regionu, jak Turcja czy Ukraina. Poznamy też bezrobocie na Węgrzech i odczyty PMI-ów w przetwórstwie w Turcji, Czechach, Węgrzech oraz Polsce. Będą to chyba jedyne dane z naszej gospodarki w tym tygodniu.

## Portfel

Lepsze dane z większości największych gospodarek świata, może poza Chinami, oraz lepsze dane z polskiej gospodarki stawiają pod znakiem zapytania dalsze spadki rentowności polskich obligacji. Z drugiej strony, liczba pieniędzy, która jest możliwa do zainwestowania na świecie się nie zmniejsza, a jak pokazały ostatnie rynkowe obserwacje 4% na długim końcu przyciąga na rynek nowych kupujących. Jeżeli pod wpływem lepszych danych gospodarczych pieniądze te będą chętniej inwestowane w akcje niż obligacje (rotacja aktywów), możemy zobaczyć wyższe rentowności obligacji niemieckich i amerykańskich, a to sprawi, że również polskie obligacje mogą się znaleźć pod presją sprzedażową. Będziemy bacznie przyglądać się danym ekonomicznym, aby ocenić czy ożywienie jest trwałe oraz przepływom kapitałowym aby ocenić czy rotacja aktywów faktycznie ma miejsce. Dopóki nie będziemy mieli jasności, co do przyszłego trendu cen obligacji, zamierzamy raczej nie brać zbyt dużych zakładów.

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.

