



## SZYBSZY WZROST + WIĘKSZA INFLACJA = BARDZIEJ STROMA KRZYWA?

Tydzień rozpoczął się bardzo spokojnie, co zresztą było do przewidzenia z uwagi na długi weekend w okresie wakacyjnym. Do środy transakcji było niewiele, a rynek przesuwiał się w górę (w rentownościach) pod wpływem presji sprzedażowej na rynkach corowych. Praktycznie każdego dnia tygodnia otwieraliśmy się wyżej. W środę ukazały się dane z Polski – wyższy PKB i zdecydowanie wyższa inflacja – co dodatkowo wsparło „niedźwiedzie” nastroje na rynku obligacji. Krótki koniec przesuwiał się w górę pod wpływem danych lokalnych – wyższa inflacja i PKB to najprawdopodobniej wcześniejsza debata o podnoszeniu stóp przez RPP. Długi koniec był sprzedawany, bo sprzedawane były również obligacje niemieckie (rentowności 10-letniego „bunda” wzrosły o 20 bp do poziomu 1,88%). W ten oto sposób krzywa się nieintuicyjnie wystromiła i na koniec tygodnia wygląda następująco:

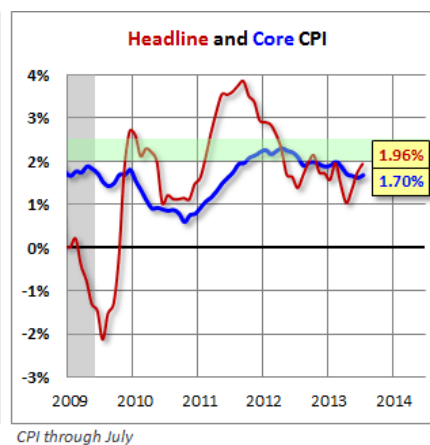
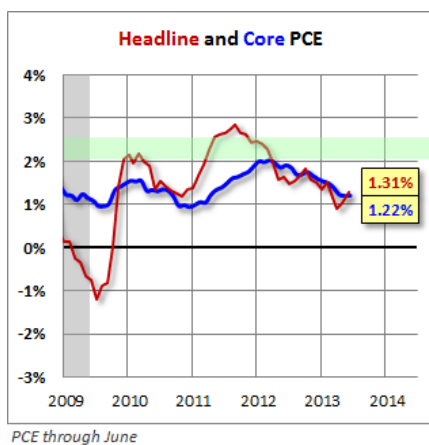
	YTM*	zmiana (pkt)
<b>2Y</b>	3,07%	+14
<b>5Y</b>	3,75%	+25
<b>10Y</b>	4,35%	+24

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

### Miniony tydzień

Mimo iż w Polsce sezon urlopowy i na rynku płynność ograniczona ekonomiaści pracy mieli co niemiara. W minionym tygodniu największe gospodarki świata kontynuowały publikację wstępnych PKB za 2 kwartał oraz lipcową inflację. Pierwsza PKB opublikowała Japonia. Jej odczyt był słabszy niż oczekiwania (0,6% q/q vs 0,9 oczekiwany i 0,9 w 1 kwartale). W dalszej kolejności swoje PKB publikowały gospodarki europejskie, i tu mieliśmy więcej zaskoczeń pozytywnych niż negatywnych. Zwłaszcza cieszy fakt, że największe gospodarki strefy euro wychodzą powoli z recesji. PKB Niemiec za 2 kwartał wyniósł 0,7% a Francji 0,5%, podczas gdy analitycy spodziewali się odpowiednio 0,6% (w 1 kwartale było to 0,1%) i 0,2% (w 1 kwartale było -0,2%). Gospodarka Francji zanotowała tym samym najwyższą kwartalną dynamikę od kiedy Francois Hollande objął władzę w 2012 r. Dzięki lepszym wynikom poszczególnych krajów również odczyt dla całej strefy euro był wyższy niż oczekiwania (0,3% vs 0,2% oczekiwania i -0,2% w 1 kwartale). Według wyliczeń sporządzonych przez firmę inwestycyjną Bridgewater Associates, po raz pierwszy od połowy 2007 r. gospodarki rozwinięte, włączając w to Japonię, USA i kraje europejskie, kontrybuują łącznie więcej do wzrostu światowego PKB niż gospodarki krajów Emerging Markets (Chiny, Indie, Brazylia itp.).

Banki Centralne widząc wychodzące powoli z recesji gospodarki zaczynają baczniej przyglądać się procesom inflacyjnym. Nic więc dziwnego, że rynek obserwuje te dane bardzo uważnie. Od publikacji CPI będzie bowiem również zależała prowadzona przez FED, BoE, ECB i BOJ polityka monetarna. Jeśli inflacja będzie pod kontrolą większą uwagę będą mogły one skupić na lokalnych rynkach pracy i osiągnięciu maksymalnego zatrudnienia poprzez stymulację monetarną gospodarki. A presji inflacyjnej jak na razie nie widać. Europejskie odczyty inflacji CPI y/y były zgodne z oczekiwaniami i praktycznie nie odbiegały od czerwcowych odczytów (Niemcy 1,9% vs 1,9% w czerwcu, Francja 1,1% vs 0,9 w czerwcu, cała strefa euro 1,6% vs 1,6% w czerwcu). Podobnie w Wielkiej Brytanii, gdzie inflacja nawet trochę spadła (2,8% vs 2,9% w czerwcu, Core CPI y/y 2,0% vs 2,3% w czerwcu) oraz Stanach Zjednoczonych gdzie wzrost y/y CPI stabilizuje się w okolicach celu ustalonego przez FED (CPI wzrost o 2,0% y/y vs 2,0% oczekiwania i 1,8% w czerwcu, Core CPI y/y 1,7% vs 1,6% w czerwcu). Wykresy: Personal Consumption Expenditures (PCE) Index i CPI Index w USA.



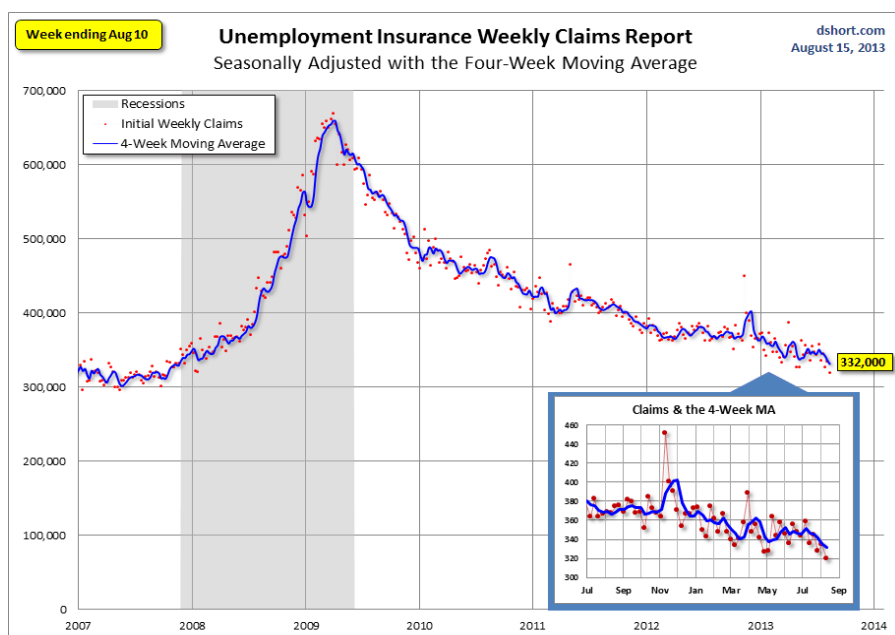
Konrad Augustyński – zarządzający  
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ



Paweł Kowalski – zarządzający  
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ



Skoro już wspomnieliśmy o rynku pracy, warto dodać parę słów o odczycie ilości złożonych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (initial jobless claims) w Stanach Zjednoczonych. Dane te są publikowane co tydzień i ubiegłotygodniowy odczyt (320 tys.), zdecydowanie niższy od oczekiwań (335 tys.), był jednocześnie najniższym odczytem od października 2007 r. Czterotygodniowa średnia krocząca tych odczytów, która z racji swojej konstrukcji jest mniej wolatylna, przez co lepiej pokazuje trend na rynku pracy, spadła o 4 tys. do 332 tys. (najniżej od listopada 2007 r.). Sytuacja na rynku pracy ulega więc systematycznej poprawie, co zapewne cieszy FED i smuci inwestorów, gdyż „tapering” (ograniczanie skupu obligacji przez FED) jest coraz bliższy.



Poza danymi już praktycznie historycznymi, w minionym tygodniu zaczęły się ukazywać badania koniunktury, mające charakter danych wyprzedzających. We wtorek niemiecki Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) opublikował swoje indeksy sentymentu (sporządzane na podstawie ankiety wśród 350 niemieckich inwestorów instytucjonalnych i analityków) dla Niemiec i strefy euro. Wyniki były bardzo „silne”. Indeks badający sytuację bieżącą (ZEW Current Situation) dla Niemiec urosł do 18,3 pkt. z 10,6 poprzednio i był to najwyższy odczyt od ubiegłorocznego sierpnia. Wyższe niż w ubiegłym miesiącu i niż oczekiwania analityków były również odczyty indeksów przedstawiające oczekiwania ekonomistów. ZEW Expectations dla Niemiec urosł do 42,0 pkt. z 36,3, a dla całej strefy euro do 44,0 z 32,8 pkt. Odmienny obraz przedstawiały natomiast odczyty podobnych indeksów po drugiej stronie Atlantyku. NY Empire State Manufacturing Index wyniósł zaledwie 8,24 pkt. (oczekiwano 10,0 a w ubiegłym miesiącu było 9,46), a Philadelphia Fed Manufacturing Index 9,3 pkt. (oczekiwano +15,0, bo w lipcu indeks był na poziomie 19,8 pkt.). W piątek ukazał się również wstępny odczyt indeksu sentymentu konsumentów sporządzany przez University of Michigan. I tu również zaskoczenie było negatywne (80,0 pkt. vs 85,5 oczekiwanych i 85,1 w lipcu). Jest jednak zdecydowanie za wcześnie, aby mówić o zadyszce w amerykańskiej gospodarce. Najbliższe tygodnie pokażą czy to jedynie odreakowanie wcześniejszych silnych wzrostów regionalnych indeksów, czy też coś poważniejszego.

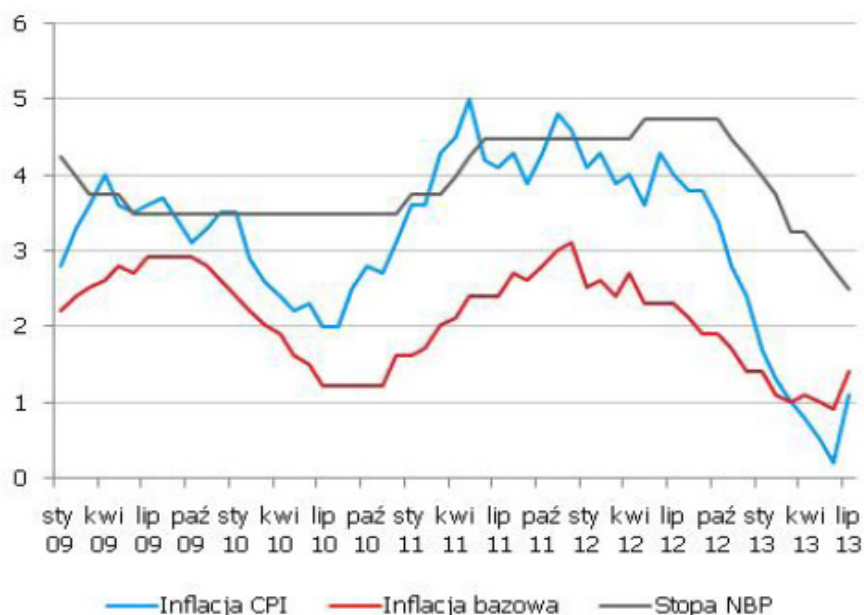
Pozostałe ważne wydarzenia tygodnia:

- Japonia: produkcja przemysłowa spadła o 3,1% m/m podczas gdy poprzednio spadła o 3,3%
- Strefa euro: produkcja przemysłowa m/m za czerwiec (sezonally adjusted): 0,7% vs 1,0% oczekiwania i -0,3% w maju
- USA: sprzedaż detaliczna m/m: 0,2% vs 0,3 oczekiwania i 0,6 czerwiec (po rewizji z 0,4)
- USA: sprzedaż detaliczna (z wyłączeniem samochodów) m/m: 0,5% vs 0,4 oczekiwania i 0,1 czerwiec (po rewizji z 0,0)
- USA: PPI m/m 0,0% vs 0,3% oczekiwania i 0,8% poprzedni miesiąc
- USA: produkcja przemysłowa m/m: 0,0%, oczekiwano +0,3% po 0,2% w czerwcu
- Wielka Brytania: Jobless Claims changes -29,2 tys. vs oczekiwanych -15,0 tys., dodatkowo zrewidowano w dół poprzedni odczyt (do -29,4 tys. z -21,2 tys.)
- Wielka Brytania: ILO Unemployment Rate 3M: 7,8% - tyle, co oczekiwania i poprzedni odczyt
- Wielka Brytania: sprzedaż detaliczna m/m 1,1% vs 0,6% oczekiwania i 0,2% poprzednio
- niemiecki bank centralny (Bundesbank) zakłada, że wkrótce potrzebny będzie nowy program ratunkowy dla zmagającej się z kryzysem finansowym Grecji – poinformował hamburski tygodnik „Der Spiegel”. Zacytował on przeznaczony dla ministerstwa finansów Niemiec i Międzynarodowego Funduszu Walutowego wewnętrzny dokument Bundesbanku, według którego najpóźniej do początku 2014 roku trzeba będzie „niemal na pewno zawrzeć z Grecją umowę w sprawie nowego programu kredytowego”. Jak stwierdza wspomniany dokument, istnieją „poważne wątpliwości”, czy rząd Grecji zdoła przeprowadzić konieczne reformy. Rzeczniczka Bundesbanku odmówiła skomentowania doniesień „Der Spiegel”. W ramach dwóch dotychczasowych pakietów pomocowych współfinansowanych przez Unię Europejską i Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Grecji udostępniono łącznie 240 mld euro, z czego wykorzystała ona 90 proc.



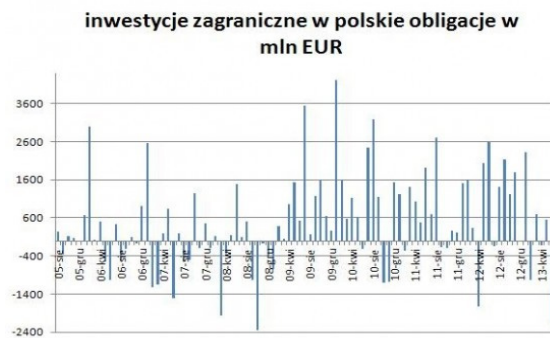
W ubiegłym tygodniu wstępne odczyty PKB za 2 kwartał i lipcowe odczyty inflacji publikowały również kraje z naszego regionu, w tym Polska. Dane z Węgier i Rumunii zaskoczyły negatywnie. PKB wzrosły odpowiednio o 0,5% z 0,9% w pierwszym kwartale i 1,3% (z 2,2%), podczas gdy analitycy oczekiwali wzrostów o odpowiednio 0,6% i 1,4%. Na plus zaskoczyły natomiast dane od naszego południowego sąsiada i Polski. Czeska gospodarka pogrążona w recesji skurczyła się o 1,2% y/y, czyli o mniej niż w pierwszym kwartale i niż oczekiwali tego analitycy (-2,4%). Polski PKB urósł natomiast o 0,8% y/y, czyli 0,3% więcej niż w pierwszym kwartale i 0,1% lepiej od rynkowych oczekiwań. Odczyt ten potwierdza, że dółek polskiej gospodarki ma już za sobą i w nadchodzących kwartałach należy liczyć się z umiarkowanym wychodzeniem z niskiego wzrostu PKB. Jak poinformował główny ekonomista Ministerstwa Finansów, „mimo braku opublikowanych informacji o strukturze tego wzrostu w II kwartale, można oczekiwać, że motorem tego ożywienia jest eksport netto”. Dodał również, że zakłada „kontynuację tej tendencji i dalszą poprawę dynamiki aktywności gospodarczej w III kwartale i generalnie w całym II półroczu 2013 r. Taki scenariusz wspierają lepsze dane z otoczenia zewnętrznego gospodarki polskiej”.

Niższy zeszytygodniowy odczyt czeskiej inflacji CPI, oraz niższe odczyty z tego tygodnia z Węgier (1,8% vs 1,9% w czerwcu i 2,0% oczekiwania – za sprawą zaskoczenia w dół kosztów energii i żywności) i Rumunii (4,4% vs 4,7% oczekiwania i 5,4% w czerwcu), sprawiły, iż wielu inwestorów oczekiwało również negatywnego zaskoczenia w przypadku polskiej inflacji. Tym razem przyglądanie się danym naszych sąsiadów jednak się nie opłacało. Polski odczyt zaskoczył w górę, a inflacja 1,1% rok do roku była dużo wyższa niż oczekiwane 0,5% i 0,2% w czerwcu. „Największy wpływ na ukształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych na tym poziomie [r/r] miał wzrost cen żywności i napojów bezalkoholowych (o 2,5 proc.), opłat związanych z mieszkaniem (o 2,0 proc.), podwyżki cen w zakresie rekreacji i kultury (o 2,9 proc.), a także wyższe ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (o 3,6 proc.), które podniosły ten wskaźnik odpowiednio o 0,60 pkt. proc. (red. – ceny żywności i napojów bezalkoholowych), 0,51 pkt. proc. (red. – opłaty związane z mieszkaniem) i po 0,23 pkt. proc. (red. – ceny w zakresie rekreacji i kultury oraz ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych)” – głosi komunikat GUS. Gdyby nie silniejsze spadki w kategorii odzież i obuwie, a także gdyby nie obniżki cen energii elektrycznej, wzrost inflacji byłby jeszcze bardziej spektakularny. Oczekujemy dalszego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach, być może również rewizji w górę projekcji NBP, ale w naszej opinii jest zdecydowanie za wcześnie, aby mówić o podnoszeniu stóp procentowych. Rynek powoli oczekują jednak rozpoczęcia takiej debaty przez członków RPP na początku roku.



Deficyt rachunku obrotów bieżących spadł w czerwcu do 1,9% PKB (wobec 2,3% PKB w maju) i jest to historycznie najniższy odnotowany przez NBP poziom. Trzeci miesiąc z rzędu mamy nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących (w czerwcu osiągnęła 574 mln euro), czyli podsumowując wszystkie transakcje z zagranicą, więcej pieniędzy do nas wpływa niż wypływa. Jak wiadomo takie nadwyżki mają głównie kraje najlepiej rozwinięte, ewentualnie eksporterzy surowców jak kraje OPEC, Rosja czy Norwegia. Cechą krajów rozwijających się jest natomiast to, że mają ciągły deficyt w rozliczeniach z zagranicą, bo aby się rozwijać sporo importują. Czerwiec był kolejnym miesiącem obniżania się importu towarów do polski. Co ciekawe, spadają nam również bezpośrednie inwestycje zagraniczne i zagraniczne inwestycje portfelowe. Jak podaje NBP, „Nierezydenci inwestowali w udziałowe papiery wartościowe (510 mln euro), natomiast wycofywali się z inwestycji w dłużne papiery wartościowe (2137 mln euro) – głównie z inwestycji w skarbowe papiery wartościowe wyemitowane na rynek krajowy”. Czerwcowy odpływ kapitału z polskiego rynku obligacji był drugim największym odpływem w ostatnich latach. Gorzej było tylko w 2008 r., tuż po bankructwie Lehman Brothers.





Pozostałe ważne wydarzenia z regionu:

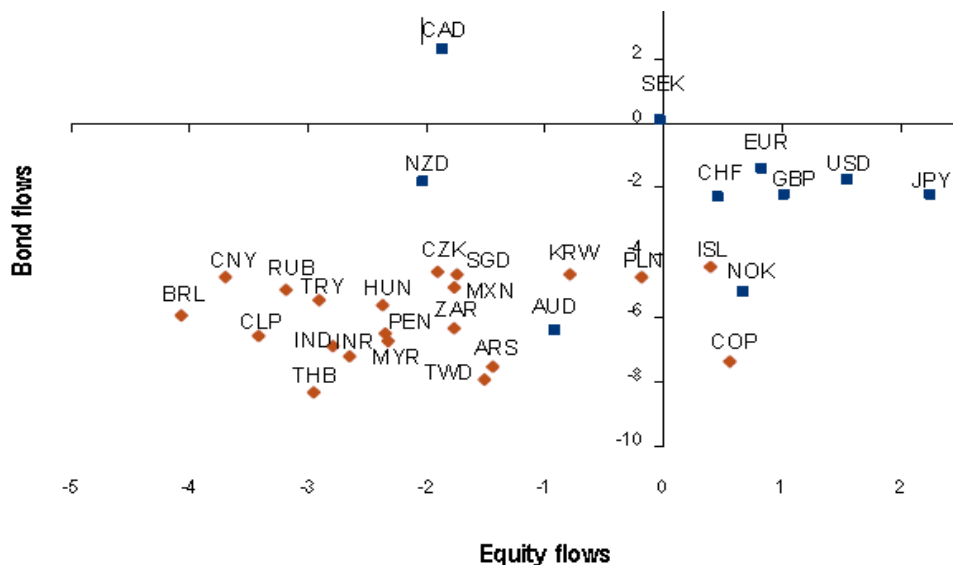
- "W ciągu ostatnich dwunastu miesięcy (sierpień 2012 r. - lipiec 2013 r.) na skutek niewyptalności, działalność gospodarczą zakończyło 939 przedsiębiorstw. Suma upadłości z ostatnich dwunastu miesięcy po czerwcu okazała się o 2,6 proc. wyższa od zanotowanej na koniec czerwca (915). Przed rokiem, tj. w lipcu 2012 r., roczna krocząca suma upadłości wynosiła 793. Wynik bieżący jest więc o 18,4 proc. gorszy" – podała w komunikacie Korporacja Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych
- "Według danych ze sprawozdań, budżety jednostek samorządu terytorialnego w I półroczu 2013 r. zamknęły się zbiorczo nadwyżką w kwocie 8010 mln zł, przy planowanym deficycie w wysokości 10 948 mln zł" – poinformował resort finansów. W pierwszym półroczu 2013 roku JST osiągnęły dochody ogółem w łącznej kwocie 90 892 mln zł, tj. 47,3 proc. planu. W stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, wykonane dochody ogółem jednostek samorządu terytorialnego były wyższe o 3,0 proc.
- Rząd na posiedzeniu we wtorek, 20 sierpnia zajmie się projektem nowelizacji ustawy budżetowej na 2013 rok oraz nowelizacją tzw. ustawy o budżecie – wynika z porządku obrad Rady Ministrów. Ministerstwo Finansów w związku z ubytkiem w dochodach budżetowych w tym roku na poziomie 24 mld zł, planuje nowelizację budżetu i zwiększenie deficytu o 16 mld zł z obecnych 35,6 mld zł. Cięcia w wydatkach w resortach mają wynieść ok. 8,5-8,6 mld zł
- Agencja ratingowa Standard & Poor's potwierdziła ratingi Polski, a ich perspektywa jest stabilna – wynika z komunikatu S&P. Rating dla długo- i krótkoterminowego długu w walucie zagranicznej to "A-/A-2" oraz "A/A-1" dla długo- i krótkoterminowego długu w walucie krajowej.

### Przebieg na rynkach kapitałowych

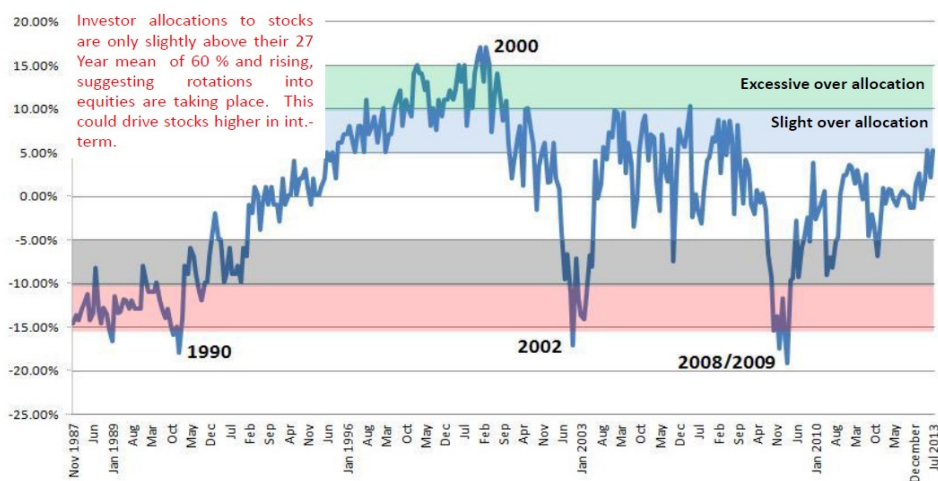
- Wygląda na to, że rosnące rentowności na świecie sprawiają, że japońscy rezydenci coraz chętniej inwestują swoje pieniądze w zagraniczne obligacje. W minionym tygodniu kupili netto prawie 3 razy więcej obligacji zagranicznych niż poprzednio (dokładnie 1614 miliardów jenów)



- 12 tydzień z rzędu mamy do czynienia z odpływami pieniędzy z funduszy obligacyjnych Emerging Markets – jak wynika z raportu EPFR Global. Tym razem odpłynęło prawie 820 mln dol., w tym z rynków w lokalnych walutach ok. 386 mln dol.
- Ciekawy raport sporządził Bank of America Merrill Lynch. Zbadał on mianowicie ile pieniędzy przybyło/ubyło (%AUM) z rynków akcyjnych i obligacyjnych krajów EM i DM od momentu rozpoczęcia debaty nad taperingiem przez FED (22 maj do 07 sierpień 2013 r.). Z raportu wynika, że z większości rynków obligacji inwestorzy wycofywali swoje pieniądze i inwestowali je w akcje spółek z rynków rozwiniętych. Akcje z krajów EM również były w tym okresie sprzedawane. Polskie rynki wyglądają na tle swojej grupy porównawczej relatywnie dobrze – zwłaszcza rynek akcji – co widać na poniższym wykresie.



- Z ankiety przeprowadzonej przez American Association of Individual Investors (AAII) w Stanach Zjednoczonych wynika, że inwestorzy indywidualni są obecnie przeważeni w amerykańskim rynku akcji (względem 27-letniej średniej) i niedoważeni w pozostałych rynkach. Co więcej, ta rotacja aktywów przyspiesza, a do historycznych maksimów jeszcze długa droga.



## Nadchodzący tydzień

Ubiegły miesiąc obfitował w wiele publikacji danych ekonomicznych. Nadchodzący będzie dużo bardziej ubogi. Z polskich danych opublikowane będą jedynie dane dotyczące wynagrodzeń i zatrudnienia (oba w poniedziałek) oraz produkcji przemysłowej i inflacji PPI (oba we wtorek). Globalni inwestorzy będą zapewne czekali głównie na piątkowy PKB w Niemczech, czwartkowe wstępne indeksy PMI z przemysłu i sektora usług w strefie euro oraz Stanów Zjednoczonych, a także cotygodniowe dane z amerykańskiego rynku pracy. W środę opublikowane będą również minutki z posiedzenia FED – ostatniego przed wrześniowym posiedzeniem, na którym rynek oczekuje, że zostanie ogłoszone ograniczenie skupu amerykańskich obligacji przez bank centralny (tzw. tapering). W tym tygodniu rozpoczyna się też coroczne sympozjum w Jackson Hole. Tym razem nie będzie na nim jednak przemawiał Ben Bernanke, ale kilku obecnych członków FOMC będzie miało okazję podzielić się swoimi spostrzeżeniami na temat amerykańskiej gospodarki. Ponieważ tapering jest obecnie jednym z większych źródeł niepewności na rynkach finansowych, te wypowiedzi mogą przyciągać uwagę inwestorów.



## Portfel

Zarówno dane lokalne (CPI, PKB) jak i globalne sprawiły, że światowe rynki długu w dalszym ciągu znajdują się pod presją sprzedażową. Krzywe dochodowości na większości rynków „stromią się” wraz z oczekiwaniem normalizacji polityki monetarnej przez większe banki centralne. Lepsze dane wychodzące z największych gospodarek świata, w tym przede wszystkim ze strefy euro, gdzie oczekiwania były wydajnie zaniżone, sprawiają, że inwestorzy w dalszym ciągu wycofują się z inwestycji w obligacje i chętnie inwestują swoje pieniądze w akcje. Wydaje się więc, że nasze oczekiwania dotyczące korekty trendu wzrostowego rentowności były przedwczesne. Na korektę trzeba będzie jeszcze trochę poczekać, a w naszej opinii wywołać ją może albo seria słabszych danych z Europy i Stanów Zjednoczonych, albo przesunięcie się oczekiwań dotyczących taperingu w USA na grudzień, bądź zwiększenie ryzyka inwestycyjnego na świecie (ale raczej nie przez stan wojenny w Egipcie, tylko np. problemy gospodarcze w krajach z południa Europy bądź Francji). W dalszym ciągu będziemy obserwować dane ekonomiczne oraz rynki globalne by do bieżącej sytuacji dostosowywać strukturę portfela.

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.

