

Komentarz do sytuacji na rynku długu

34 TYDZIEŃ 2013 r. (19 SIERPNIA - 23 SIERPNIA)



CZY ZOBACZYMY NOWE SZCZYTY RENTOWNOŚCI?

Wyprzedzały ciąg dalszy. Praktycznie każdego dnia mijającego tygodnia obligacje odpisywały kolejne kilka groszy. Czy dane były lepsze, czy gorsze, dla posiadaczy obligacji chcących je sprzedać nie było to istotne. Momentum nieubłagalnie pchało rentowności w górę na rynkach corowych – nowe szczyty rentowności mieliśmy na obligacjach amerykańskich i niemieckich, a za nimi podążał również nasz lokalny rynek. Nowych tegorocznych szczytów wprawdzie nie zobaczyliśmy, ale wiele nie brakuje. Krzywa wystromiła się ponownie, spread 2 vs 10-lat jest na tegorocznych maksimach, ok. 140 bp, czyli testujemy poziomy, z których dwa miesiące temu się odbijaliśmy. Czy odbijemy się i tym razem, czas pokaże...

Krzywa dochodowości wygląda następująco:

	YTM*	zmiana (pkt)
2Y	3,11%	+4
5Y	3,87%	+12
10Y	4,50%	+15

* 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 minionym tygodniu nie miało być wielu publikacji danych ekonomicznych, stąd uwaga inwestorów skupiała się na innych wydarzeniach. W połowie tygodnia publikowane były „minutki” z lipcowego posiedzenia FOMC i inwestorzy liczyli, że wyjaśni się choć trochę niepewności związanej z taperingiem (ograniczeniem skupu obligacji przez FED). „Prawie wszyscy członkowie Komitetu zgodzili się, że zmiana w programie skupu nie była jeszcze wskazana. Kilku z nich wskazało jednak, że już niedługo skup obligacji powinien zostać w pewnym stopniu ograniczony, zgodnie z ogłoszonym planem” – napisano w „minutkach”. Jednocześnie prawie wszyscy członkowie potwierdzili, że nie widzą przeciwwskazań co do ograniczenia skupu w dalszej części tego roku.

Kolejne posiedzenie FOMC zaplanowane jest na 17-18 września. 65 procent ankietowanych przez Bloomberg'a ekonomistów oczekuje, że amerykański bank centralny zdecyduje się na nim na pierwszą redukcję skali skupu obligacji (o ok. 10-15 mld dol.). Przypomnijmy, że obecnie FED skupuje miesięcznie obligacje warte 85 mld dol. W trakcie ostatniego posiedzenia FOMC (Komitetu Otwartego Rynku), amerykańscy bankierzy centralni ocenili, że wzrost gospodarczy w USA przyśpieszy w drugiej połowie roku a potem będzie się „dalej umacniał” – wynika z „minutek”. Jednocześnie jednak kilku członków FOMC wyraziło obawy o wpływ na gospodarkę rosnących stóp oprocentowania kredytów hipotecznych, wyższych cen ropy naftowej, wolnego wzrostu na rynkach eksportowych oraz ryzyka związanego z utrzymywaniem obciążeń ze strony polityki fiskalnej. Warto więc, poza bliższym śledzeniem zmian na rynku pracy, przyglądać się również amerykańskiemu rynkowi nieruchomości. W minionym tygodniu mieliśmy ku temu kolejną okazję...

Jak co czwartek, mieliśmy publikację ilości złożonych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (initial jobless claims) w Stanach Zjednoczonych. Odczyt był troszeczkę wyższy od oczekiwań (336 tys. vs 330 tys.), ale warto przypomnieć, że jesteśmy obecnie na kilkuletnich dołkach dla tego wskaźnika (4-tygodniowa średnia ruchoma jest na poziomie 330,5 tys., co jest poziomem najniższym od listopada 2007 r.).

Słabe dane wyszły natomiast z rynku nieruchomości. Zarówno sprzedaż istniejących domów, jak i nowych okazały się być niższe od oczekiwań inwestorów, odpowiednio (5,39 mln vs 5,15 mln i 394 tys. vs 490 tys.). Zwłaszcza po stronie nowych domów mieliśmy negatywne zaskoczenie (co odbiło się również na rynku - rentowność amerykańskich obligacji spadła w 30 minut o ok. 8bp). Sprzedaż jest na poziomie najniższym od października ubiegłego roku. Jeśli FED zinterpretuje te słabsze dane jako wypadkową wyższych stóp procentowych (w odróżnieniu od Polski w USA kredyty hipoteczne oparte są na zmiennej stopie procentowej z długiego końca krzywej, a nie na stopie 3-miesięcznej), to może wstrzymać się od ogłoszenia taperingu.

Poniższy wykres przedstawia jak kształtuje się koszt kredytu w Stanach Zjednoczonych od 2008 r. Widać na nim, jak w ostatnich miesiącach koszt kredytu wzrósł o ok 38%.

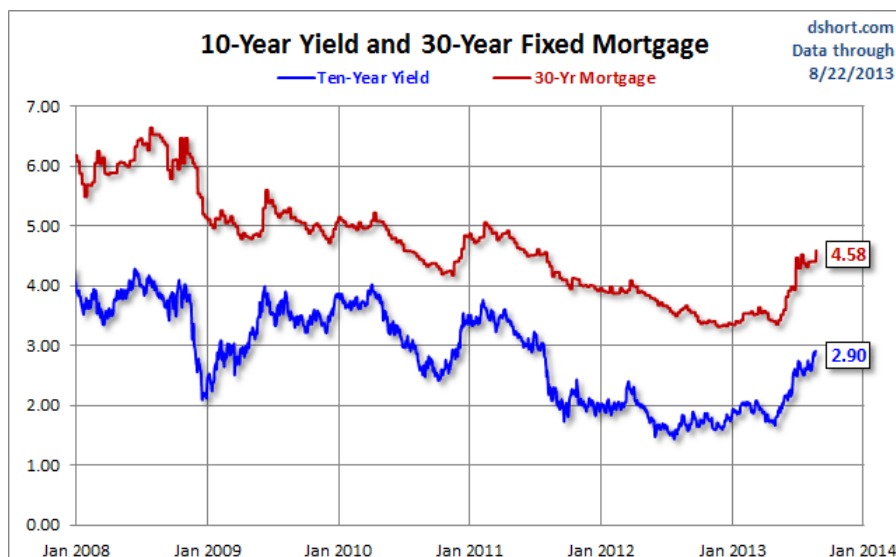


Konrad Augustyński – zarządzający
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ



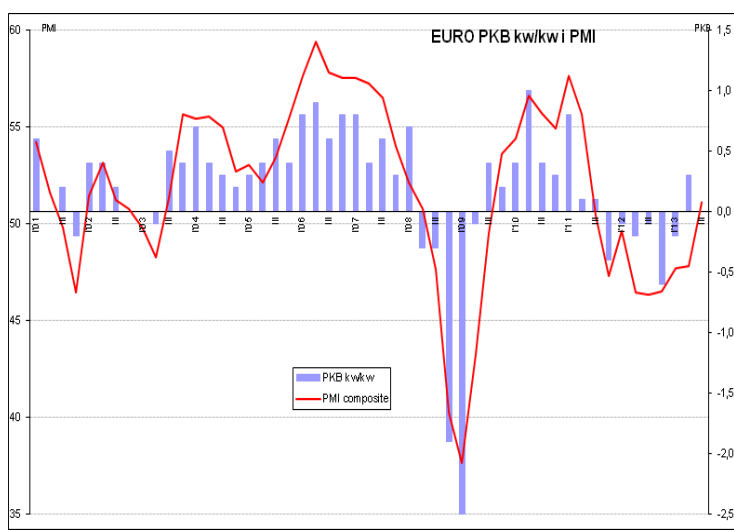
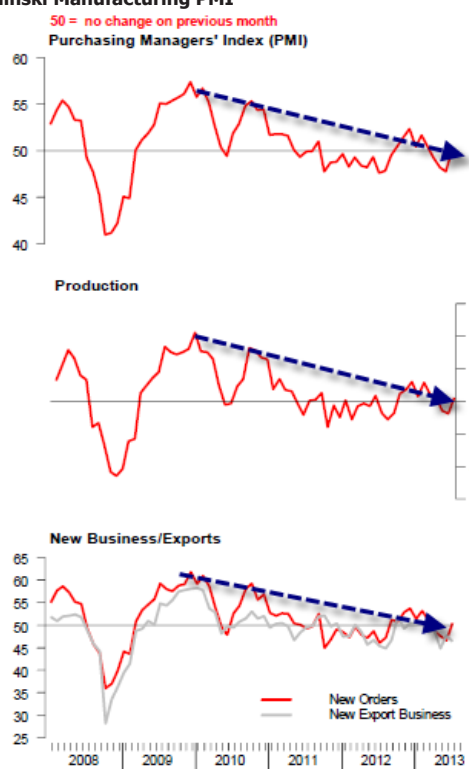
Paweł Kowalski – zarządzający
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ





Poza wspomnianymi już wydarzeniami i odczytami w zasadzie nie mieliśmy zbyt wiele danych z największych światowych gospodarek. W czwartek ukazały się wstępne odczyty indeksów PMI, o których może warto powiedzieć kilka słów. W górę zaskoczyły tym razem chińskie dane (wstępny PMI w przemyśle urósł z 47,7 do 50,1 – najwyższej od czterech miesięcy), choć trend odczytów pozostaje spadkowy. Mieszane dane mieliśmy z europejskich gospodarek. Francuskie wstępne PMI były bardzo rozczarowujące (PMI przemysłowy spadł do 49,7, rynek oczekiwał odczytu na poziomie 50,2, a PMI usługowy spadł z 48,6 do 47,7). Lepsze natomiast dane dotarły z Niemiec (PMI w przemyśle wzrósł do 52,0 z 50,7, a w usługach do 52,4 z 51,3) dzięki czemu indeksy PMI dla całej strefy euro okazały się lepsze od oczekiwań rynku. PMI Composite wzrósł do najwyższego poziomu od czterech lat, tj. do 51,7 z 50,5 (oczekiwano wzrostu do 50,9). Tym razem negatywnie zaskoczył odczyt w Stanach Zjednoczonych. Wstępny Markit US PMI wyniósł 53,9, podczas gdy analitycy oczekiwali odczytu na poziomie 54,2. Z punktu widzenia naszej gospodarki, a szczególnie polskiego przemysłu, dobrą informacją jest wzrost nastrojów w niemieckim przemyśle, co pozwala oczekiwać kontynuacji wzrostów eksportu i pozytywnej kontrybucji handlu zagranicznego do wzrostu PKB w kolejnych okresach.

Chiński Manufacturing PMI



Pozostałe ważne wydarzenia tygodnia:

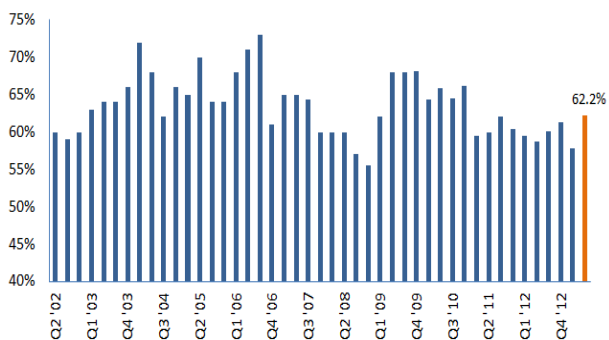
- USA: Chicago Fed National Activity Index: -0,15 vs -0,1 oczekiwania i -0,23 poprzedni odczyt zrewidowany w dół z -0,13. Jest to piętnasty kolejny odczyt poniżej zera. Przypomnijmy, że odczyty poniżej zera oznaczają, że gospodarka rozwija się poniżej swojego historycznego/średniego tempa wzrostu
- Japonia: Export r/r 12,2% vs 12,8% oczekiwania i 7,4% poprzednio. Import r/r 19,6% vs 16,0% oczekiwania i 11,8% poprzednio
- Meksyk: GDP q/q -0,7% vs 0,2% oczekiwania i 0,0 ubiegły kwartał (zrewidowany w dół z 0,5%)
- Niemcy: Produkt Krajowy Brutto wzrósł w II kw. 2013 r. o 0,7 proc. kw./kw., po uwzględnieniu czynników sezonowych, wobec braku



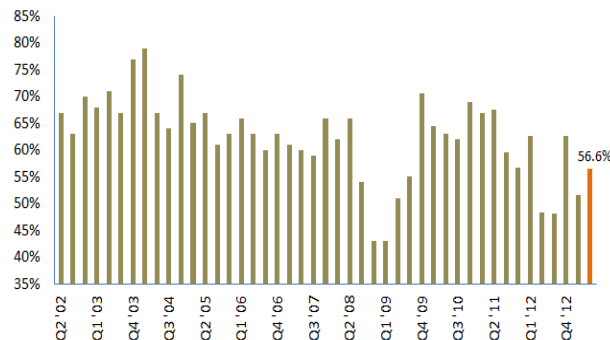
zmian w I kw. – poinformował w komunikacie Federalny Urząd Statystyczny w Wiesbaden w końcowym wyliczeniu. Potwierdził tym samym wstępne wyliczenia.

- Niemiecki minister finansów Wolfgang Schaeuble przyznał we wtorek po raz pierwszy, że Grecja będzie potrzebować trzeciego pakietu pomocy finansowej, ale jednocześnie wykluczył nowe anulowanie części jej długów. Kanclerz Niemiec Angela Merkel powiedziała w środę telewizji Sat1, że wysokość ewentualnego kolejnego pakietu pomocy finansowej dla Grecji będzie znana dopiero w połowie 2014 roku. Szefowa niemieckiego rządu pochwaliła władze w Atenach za "duże postępy". W wyborach do Bundestagu 22 września Merkel ubiega się o trzecią kadencję. Jak podkreślają media, szefowa rządu zajmuje w sprawie nowych funduszy dla Grecji bardzo ostrożne stanowisko, by nie zrażać do siebie wyborców, którzy obawiają się dodatkowego obciążenia niemieckiego budżetu z tego tytułu
- Dobiegł końca sezon wyników przedsiębiorstw za 2 kwartał w USA. Około 62,2% przedsiębiorstw pokazało wyniki lepsze od prognoz, co jest najlepszym odczytem od 3-kwartału 2011 r. O 56,6% wzrosła również liczba spółek, które pokazały przychody lepsze od oczekiwań

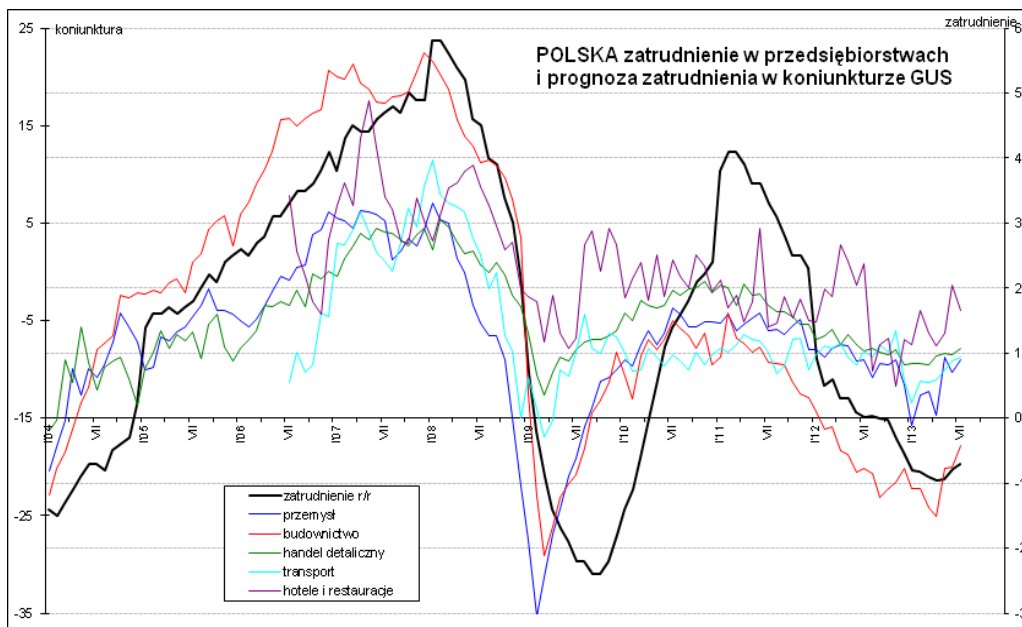
% of Companies Beating Earnings Estimates by Quarter: 2002-Present



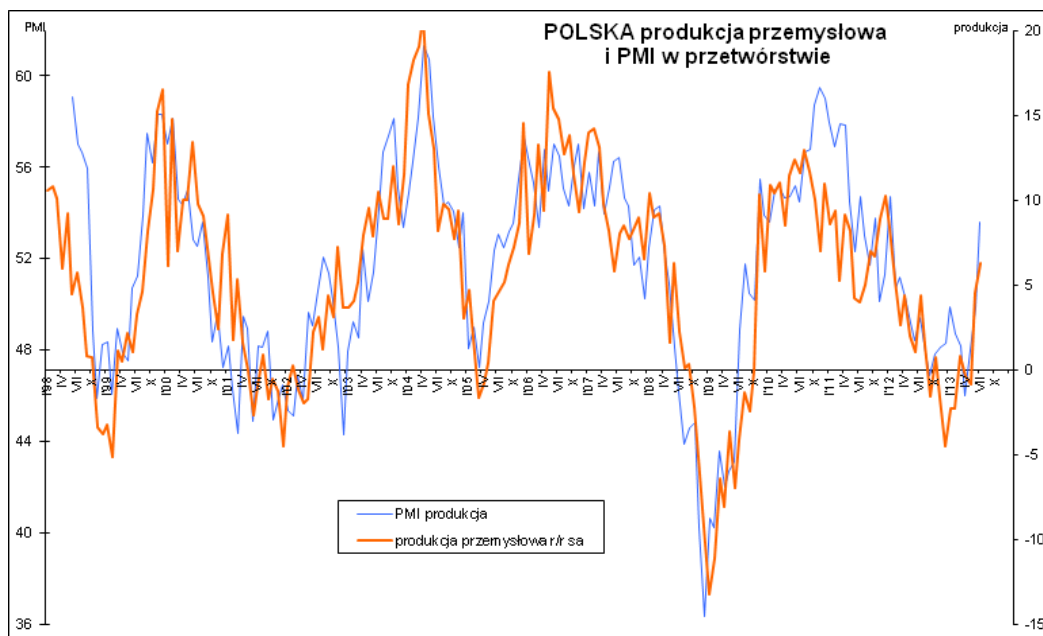
% of Companies Beating Revenue Estimates by Quarter: 2002-Present



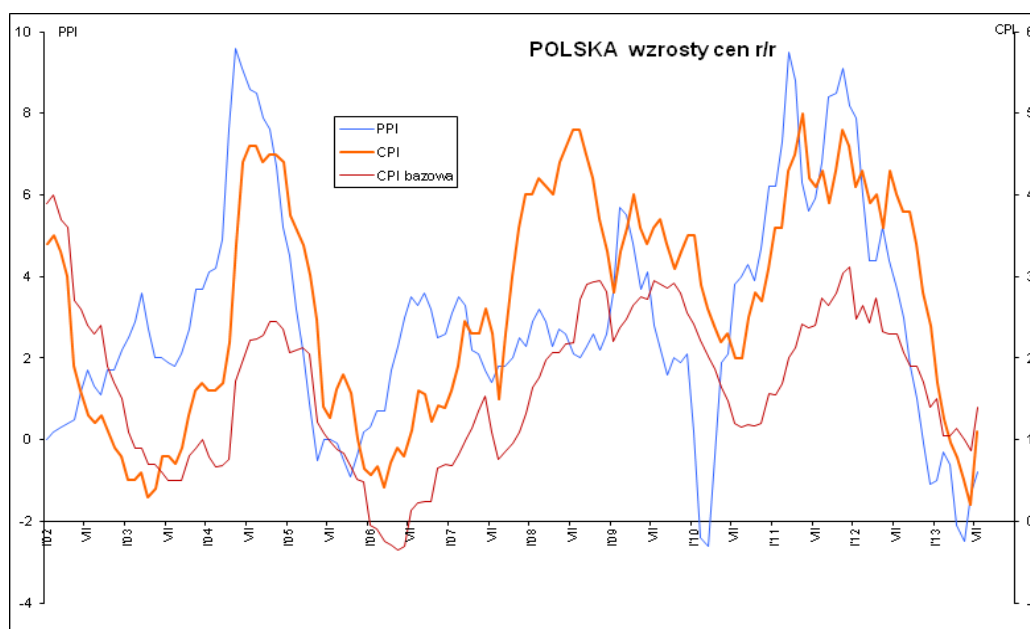
Niewiele publikował świat, niewiele też i Polska. W minionym tygodniu poznaliśmy płace w przedsiębiorstwach (przeciętne wynagrodzenie brutto w lipcu wyniosło 3830,07 zł co stanowi wzrost o 3,5% r/r po +1,4% r/r w czerwcu) i zatrudnienie (wzrost o 1,5 tys., ale spadek r/r o 0,7%). Liczba etatów w przedsiębiorstwach zatrudniających ponad 9 osób wzrosła w lipcu trzeci miesiąc z rzędu. Wynik ten wskazuje na pewną poprawę sytuacji na rynku pracy w stosunku do ubiegłego roku, na co oprócz zmian w aktywności gospodarczej mogła mieć wpływ działalność Ministerstwa Pracy. Zakładać można, że rynek pracy osiągnął wiosną „dno” i sytuacja powinna się powoli poprawiać, a roczne zmiany zatrudnienia będą się „wypłaszczać” i dynamika będzie dążyć do 0%. Nadzieje daje wzrost intencji zatrudniania w prawie wszystkich branżach ankietowanych przez GUS i NBP. Z kolei presja płacowa jest nadal bardzo niska, a lipcowe przyspieszenie pewnie wynika z przesunięć wypłat premii w niektórych branżach, za czym przemawia czerwcowe wyraźne spowolnienie dynamiki.



Dobre dane o produkcji przemysłowej (w lipcu wzrosła 6,3% r/r po 3% r/r w czerwcu – oczekiwano wzrostu do +5% - co jest najwyższym poziomem od stycznia 2012 r.), wraz z ostatnio ukazującymi się innymi lepszymi danymi z naszej gospodarki sprawiły, że główny ekonomista TFI PZU prognozuje dynamikę roczną PKB w III kw. 2013 na 1,3% r/r po +0,8% w II kw. 2013 r. W swoim opracowaniu napisał, że: „Badania koniunktury w przetwórstwie w lipcu były jednoznaczne, wszystkie pokazały poprawę nastrojów, a w największej skali w PMI. Przyspieszenie w przemyśle, a przede wszystkim w przetwórstwie (+6,8% r/r) uzyskane przy wyraźnej poprawie oceny napływu zamówień przemysłowych w badaniach koniunktury, zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Z czasem obniża się baza porównawcza ub.r. (szczyt indeksu produkcji był w styczniu ub.r.) i w kilku kolejnych miesiącach oczekiwać można kontynuacji wyraźnie „dodatnich” dynamik, ale na dalsze wyraźniejsze przyspieszenie trudno jest liczyć. Może pojawi się wzrost popytu eksportowego wynikający z dobrej sytuacji w przemyśle niemieckim, co pozwoliłoby na wzrosty produkcji jesienią. Oczywiście jest ryzyko dla niemieckiego eksportu w słabości Chin/Azji oraz wciąż mizernej aktywności strefy euro.”



Istnieje więc szansa na szybszy wzrost gospodarczy przy jednoczesnym braku presji zarówno na wzrosty płac, jak i wzrosty cen. W minionym tygodniu ukazał się indeks PPI za lipiec – wzrost o 0,3% m/m – potwierdzający tezę o niskiej presji cenowej na poziomie producentów. Wynika ona zapewne z rosnącej presji konkurencyjnej w środowisku słabego popytu wewnętrznego i przy spadku cen surowców. Do tego dochodziła jeszcze wysoka baza ubiegłego roku. Dynamika cen producentów nie powinna się już wprawdzie obniżyć ze względu na niższą bazę, ale najprawdopodobniej pozostanie w przedziale od 0% do -1% r/r w kilku najbliższych miesiącach.

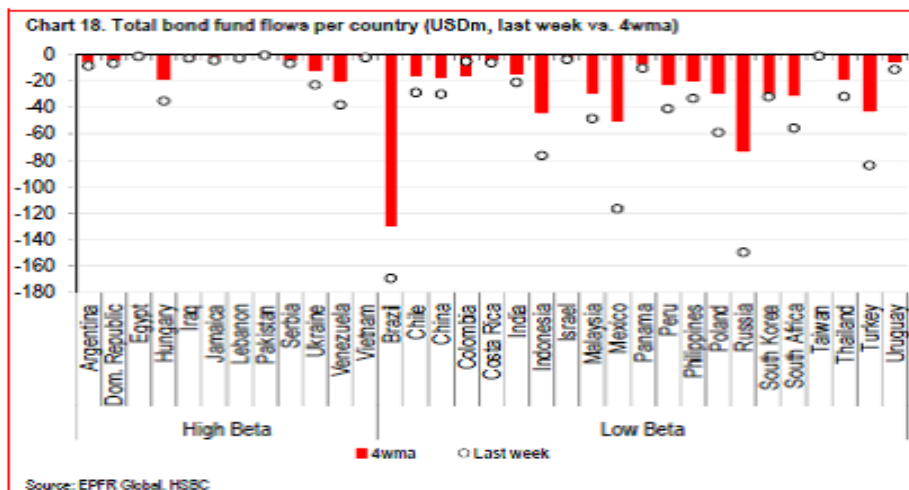
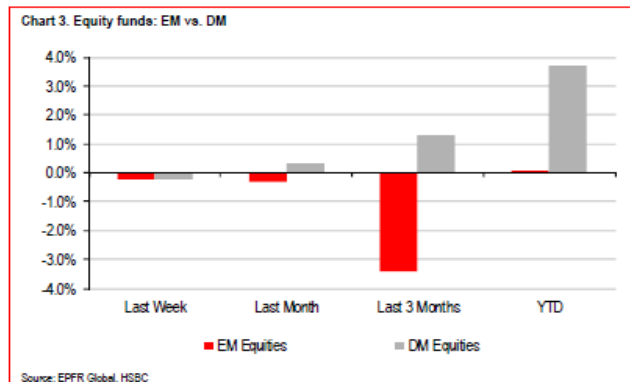
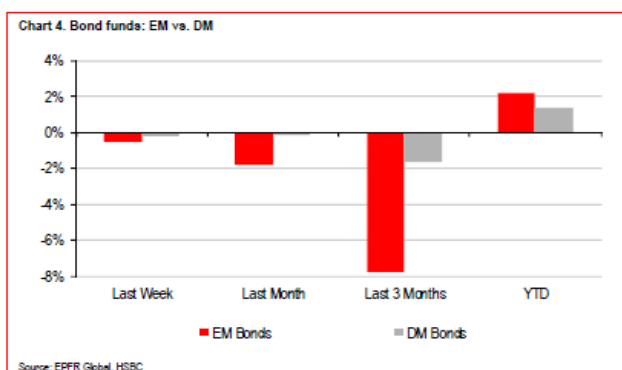


Pozostałe ważne wydarzenia z regionu:

- Po konsultacjach z ekspertami Kancelarii oraz po wzięciu pod uwagę kosztów społecznych i ekonomicznych prezydent Bronisław Komorowski podpisał nowelizację ustawy o finansach publicznych – poinformowano w poniedziałek późnym wieczorem na stronie internetowej prezydenta. Rząd zamierza podnieść za pomocą nowelizacji budżetu tegoroczny deficyt z 35,6 mld zł do ponad 51 mld, ale na koniec 2012 r. relacja długu do PKB wynosiła 52,7 proc. i dlatego, bez zmiany ustawy, zwiększenie deficytu do takiego poziomu nie byłoby możliwe
- "Większość członków Rady zgodziła się, że decyzja o obniżce podjęta w lipcu powinna stanowić zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, rozpoczętego w listopadzie 2012 r." – napisano w opublikowanych w czwartek minutkach z posiedzenia lipcowego RPP. "Członkowie Rady wskazywali, że oczekiwane w II połowie roku stopniowe ożywienie popytu powinno przełożyć się na nieco wyższy wzrost gospodarczy. Jednak w ich opinii, biorąc pod uwagę utrzymywanie się ujemnej luki popytowej, inflacja może pozostać na bardzo niskim poziomie jeszcze przez kilka kwartałów. Zdaniem tych członków Rady, aktywność gospodarcza powinna jednak systematycznie rosnąć, co – w połączeniu z efektami znaczącego złagodzenia polityki pieniężnej NBP – będzie sprzyjać powrotowi inflacji do celu w średnim okresie" – dodano.

Przepływy na rynkach kapitałowych

- W ubiegłym tygodniu dane z Japonii się odwróciły. Po raz pierwszy od 4 tygodni zagraniczni inwestorzy kupowali japońskie akcje. Japońscy inwestorzy z kolei po raz pierwszy od 6 tygodni sprzedawali zagraniczne obligacje. Sprzedali je za kwotę ok. 904 bln jenów, czyli o ponad połowę więcej niż kupili w poprzednim tygodniu
- Kolejne odpływy z funduszy obligacji EM odnotował EPFR Global. W tygodniu kończącym się 21 sierpnia umorzono ponad 1,3 mld dol. z tego typu funduszy, co było więcej niż 820 mln dol. w poprzednim tygodniu. Od końca maja z funduszy obligacji krajów rozwijających się ubyło już przeszło 20 mld dol. Poniżej kilka wykresów prezentujących raportowane przepływy opracowane przez bank HSBC.



- Lipiec był dziesiątym miesiącem z rzędu, w którym saldo nabyć i umorzeń było dodatnie. Po raz pierwszy jednak w tym czasie wyniosło one poniżej miliarda złotych, dokładnie +0,78 mld zł. Z funduszy obligacji odpłynęło -0,1 mld zł, podczas gdy do funduszy gotówkowych i rynku pieniężnego przybyło ponad +0,21 mld zł. Po raz kolejny więc, potwierdza się teza, że postrzeganie obydwu grup funduszy przez inwestorów przestaje być jednorodne. Po lipcowych danych widać, że ich uwaga coraz częściej kieruje się za to ku funduszom akcji. Trzeci miesiąc z kolei odnotowaliśmy dodatni napływ środków do tej grupy, tym razem w wysokości ponad +0,41 mld, co stanowi ponad połowę całego lipcowego salda. Warto zwrócić uwagę na sytuację na samych funduszach



obligacji, motorze napędowym całego rynku w minionych miesiącach. Także w tym przypadku nie można mówić o jednorodności. Środki odpływają przede wszystkim z funduszy obligacji uniwersalnych i skarbowych, podczas gdy jest grupa klientów, którzy lokują pieniądze w fundusze obligacji korporacyjnych (corporate bond)

- Liczba obligacji w rękach amerykańskich inwestorów indywidualnych spadła w lipcu do 4-letniego minimum. Pieniądze są rotowane na amerykański rynek akcji, gdzie udział indywidualnych inwestorów jest obecnie największy od września 2007 r. – wynika z opracowania AAI. Jeszcze bardziej pesymistyczni, co do wzrostu cen obligacji w Stanach są inwestorzy instytucjonalni. Wg opracowania Bank of America Merrill Lynch ponad 57% zarządzających funduszami obligacji jest obecnie niedoważona, podczas gdy w maju było ich tylko 38%. Ponad 80% inwestorów instytucjonalnych uważa, że w terminie najbliższych 12 miesięcy rentowności 10-cio letnich amerykańskich obligacji będą wyżej niż są obecnie – jest to odczyt najwyższy od początków 2004 r.

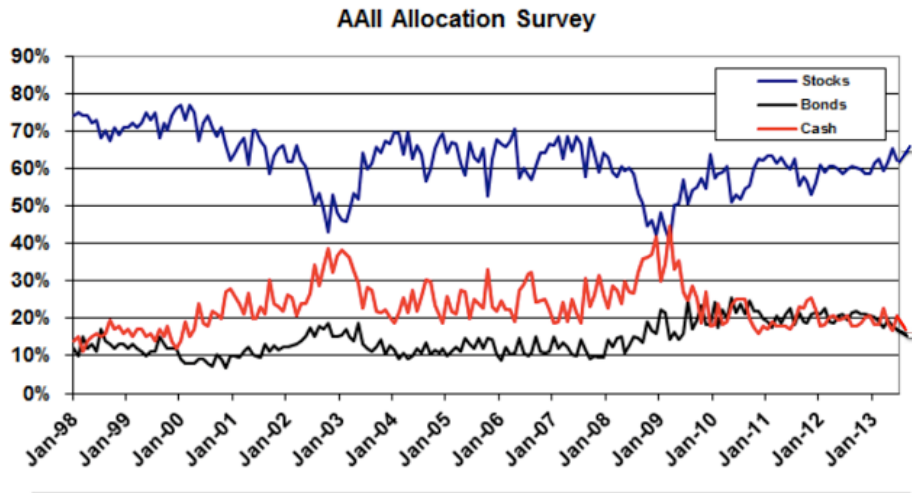
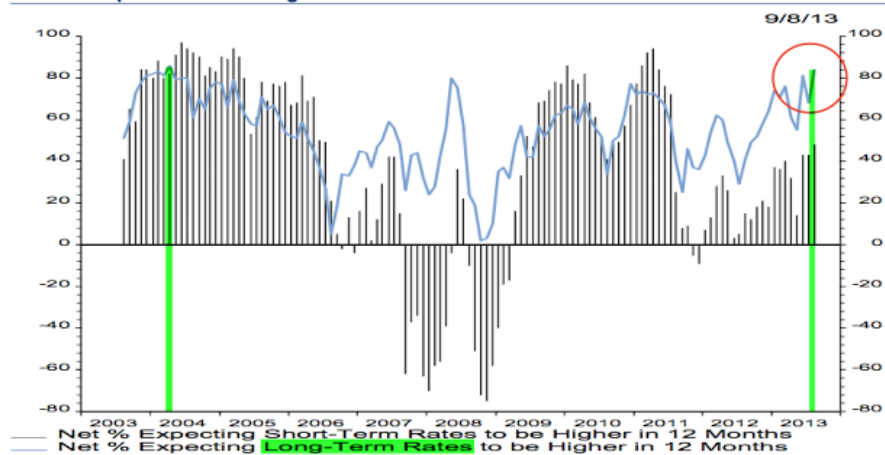


Chart 4: Expectations for long and short-term interest rates



Nadchodzący tydzień

Ostatni tydzień sierpnia będzie na pewno dużo ciekawszy niż ubiegły tydzień. Po pierwsze dlatego, że wraz z końcem okresu urlopowego wracają na rynek inwestorzy i zapewne zwiększy się jego płynność. Po drugie, publikowanych będzie zdecydowanie więcej danych niż w ubiegłym tygodniu. Ponieważ do wrześniowego posiedzenia FED już niespełna miesiąc, inwestorzy będą bacznie przyglądać się danym ze Stanów Zjednoczonych. Co czwartkowy raport o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych, dane o konsumpcji prywatnej, o sprzedaży domów i cenach nieruchomości w stanach, będą skupiać uwagę inwestorów. Poznamy też zamówienia na dobra trwałe w USA, kilka regionalnych badań koniunktury (Richmond Manufacturing Index, Chicago PMI) i sentymentu (Conference Board Sentiment, Michigan Sentiment index). Podobne indeksy nastrojów publikowane będą w krajach europejskich (np. German Ifo Business Climate Index, GfK German Consumer Climate, German Business Expectations). Z polskich danych poznamy sprzedaż detaliczną i stopę bezrobocia. Coraz większą uwagę inwestorów może skupiać na sobie również Syria i Egipt.



Portfel

Zarówno rentowności 10-cio, 5-cio i 2-letnich obligacji, jak i spread obligacji 2-letnich vs 10-letnich testują właśnie poziomy, z których w czerwcu już raz się odbijaliśmy. Najbliższe dni pokażą czy te opory się utrzymają i rozpocznie się kilkutygodniowa korekta, czy też może je przełamiemy i rentowności powędrują w górę. Niepokojące jest to, że podobne maksima zostały już pobite przez rynki corowe. Zarówno długoterminowe obligacje amerykańskie jak i niemieckie są na tegorocznych szczytach. Rynek oczekuje, że od września zacznie się tapering, a uwaga inwestorów coraz bardziej skupiać się będzie na danych z amerykańskich rynków pracy i nieruchomości oraz wypowiedziach członków FED. Ostatnie dane wychodzą mieszane, ale czy to powstrzyma FED przez redukcją skali skupu obligacji? Zapowiada się bardzo ciekawy i bardzo zmienny okres na rynku obligacji, również na rynku polskim.

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.

