

Komentarz tygodniowy do sytuacji na rynku długu

SEZON OGÓRKOWY W PEŁNI

Wakacyjny marazm, który w poprzedzającym komentarzu tygodniu zaczął być obserwowalny na rynku obligacji skarbowych, przeniósł się w sposób płynny również na kolejne dni. Mimo iż miniony tydzień rozpoczęliśmy od informacji o downgradzie Francji oraz danych z Chińskiej gospodarki, a poniedziałek i wtorek dostarczył nowych danych dotyczących inflacji, transakcji na polskich obligacjach było jak na lekarstwo. Pamiętamy takie czerwcowe dni, kiedy na platformie bondspot w ciągu dnia mieliśmy obroty przekraczające 5 miliardów zł, tymczasem w poniedziałek (15 lipca) w ciągu całego dnia zrobiono jedną transakcję na kwotę rzędu 80 mln zł. Ożywienie nastąpiło dopiero w minioną środę. Od początku dnia mieliśmy do czynienia z presją sprzedażową, wywołaną przez lokalnych inwestorów oczekujących, że minister finansów widząc znowu stopy procentowe poniżej 4%, zdecyduje się jednak na aukcję jeszcze w tym miesiącu. Rentowności dziesięcioletnich obligacji w środku dnia były nawet 18 pkt. bazowych powyżej wtorkowego zamknięcia. Po południu, wraz ze słabszymi danymi ze stanów i przemówieniem Bena Bernanke obligacje krajów corowych zaczęły rosnać, a wraz z nimi rosły i nasze kończąc dzień na +8 punktach bazowych. W czwartek i piątek ten trend wzrostowy był kontynuowany, podtrzymywany również informacją o braku aukcji. Krzywa dochodowości wraz z tygodniową zmianą wygląda następująco:

	YTM	zmiana
2Y	2,86%	-5
5Y	3,26%	-5
10Y	3,87%	-1

Miniony tydzień

Piątkowe pogłoski o możliwym obniżeniu oceny dla Francji przez którąś z agencji ratingowych tym razem się sprawdziły. W piątkowy wieczór, agencja Fitch zdecydowała się pozbawić Francję potrójnego A (obcięcie do AA+ z AAA) i tym samym dołączyła do pozostałych dwóch największych agencji ratingowych usuwając Francję spośród krajów o najlepszej ocenie. W komunikacie uzasadniała swoją decyzję obawą o wzrost gospodarczy, co przełoży się na dalsze zwiększanie się długu w relacji do PKB.

Wczesnym poniedziałkowym porankiem ukazały się też dane z największej azjatyckiej gospodarki. Dane mieszane, niewpływające na oblicze rynku. Chiński GDP (7,5% r/r) zgodny z oczekiwaniami rynku. Sprzedaż detaliczna trochę lepsza (13,3% r/r vs 12,9% oczekiwania) za to produkcja przemysłowa słabsza (8,9% vs 9,1% oczekiwania).

Z początkiem tygodnia światowe gospodarki kontynuowały publikację danych o inflacji. Czerwcowe inflacja r/r w Wielkiej Brytanii okazała się niższa od rynkowych oczekiwań (2,9% vs 3,0% oczekiwania i 2,7% za maj), w strefie EUR zgodna z oczekiwaniami (1,6% vs 1,6% za maj), natomiast w Stanach Zjednoczonych troszkę wyższa (1,8% vs 1,6% oczekiwania i 1,4% poprzedni odczyt). W Polsce indeks CPI wzrósł r/r w czerwcu o 0,2%. Było to mniej niż oczekiwali analitycy (0,3%) i niż poprzedni odczyt inflacji (0,5% za maj). Spowolnienie gospodarcze skutkuje niższą od oczekiwań presją inflacyjną. Widać to zwłaszcza patrząc na inflację bazową, która spadła poniżej 1% r/r (dokładnie 0,9%), głównie dzięki spadkom w kategorii odzież i obuwie (o -0,8% m/m). W przeciwieństwie do innych krajów z regionu nie odnotowaliśmy również zaskoczenia po stronie żywności. Ceny żywności i napojów spadły o 0,3% m/m. Inflacja w skali roku w Polsce jeszcze nigdy nie była tak nisko, a słabszy złoty i trochę wyższe ceny ropy niż w poprzednim miesiącu oraz efekty bazy mogą skutkować tym, że ten historyczny odczyt nie zostanie szybko pobity. W kolejnych miesiącach inflacja powinna stopniowo rosnąć by koniec roku zakończyć w okolicach 1% (r/r). Niższy od oczekiwań czerwcowy odczyt nie będzie miał w naszej opinii wpływu na decyzję RPP o zakończeniu cyklu obniżek.

Poza inflacją, na przestrzeni tygodnia mieliśmy jeszcze parę istotnych publikacji z polskiej gospodarki. We wtorek GUS podał, że w czerwcu wzrosło zatrudnienie w skali miesiąca o 9,4 tys. osób, co w skali roku daje spadek o ok 0,78% (rynek oczekiwał spadku o 0,9%). Wzrosło też przeciętne wynagrodzenie brutto w czerwcu o 1,4% r/r (do 3 808,63 zł), czyli dużo mniej niż rynkowe oczekiwania na poziomie wzrostu o 2,1% r/r. W środę natomiast GUS opublikował dane dotyczące przedsiębiorstw. W czerwcu spadły ceny produkcji przemysłowej o 1,5% r/r, ale mniej niż 1,7%, którego oczekiwali analitycy. Wzrosła natomiast sama produkcja i wyniosła w czerwcu 3,0% r/r. W poprzednim miesiącu notowaliśmy 2,7% spadek, przez co oczekiwania analityków na bieżący odczyt były niższe, na poziomie 1,5 procentowego wzrostu r/r. Patrząc na dane publikowane w tym tygodniu można odnieść wrażenie, że powiało trochę optymizmem.

Deficyt budżetowy po czerwcu wyniósł 25,9 mld zł, czyli 73 proc. planu rocznego i jest zgodny z harmonogramem opublikowanym w połowie kwietnia. Zawężenie się deficytu do planu było spowodowane jednorazowym transferem zysku NBP za 2012 r. Skumulowany niedobór dochodów podatkowych wynosi ok. 17 mld zł i biorąc pod uwagę mizerne ożywienie nie ma podstaw, aby oczekiwać, że ta luka z pierwszych sześciu miesięcy zamknie się do końca roku. Rząd widząc, że najprawdopodobniej zabraknie mu ok. 24 mld zł z zaplanowanych wpływów podatkowych, już pracuje nad nowym budżetem. Musi jednak w międzyczasie zmienić ustawę o finansach

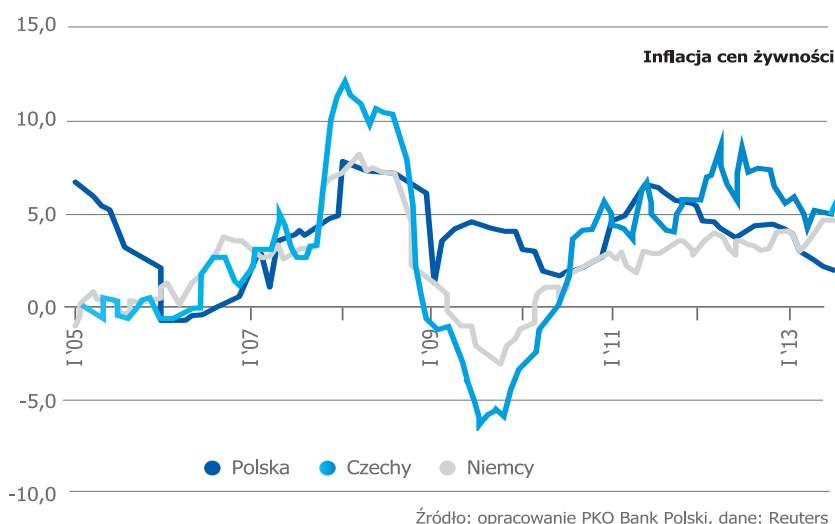
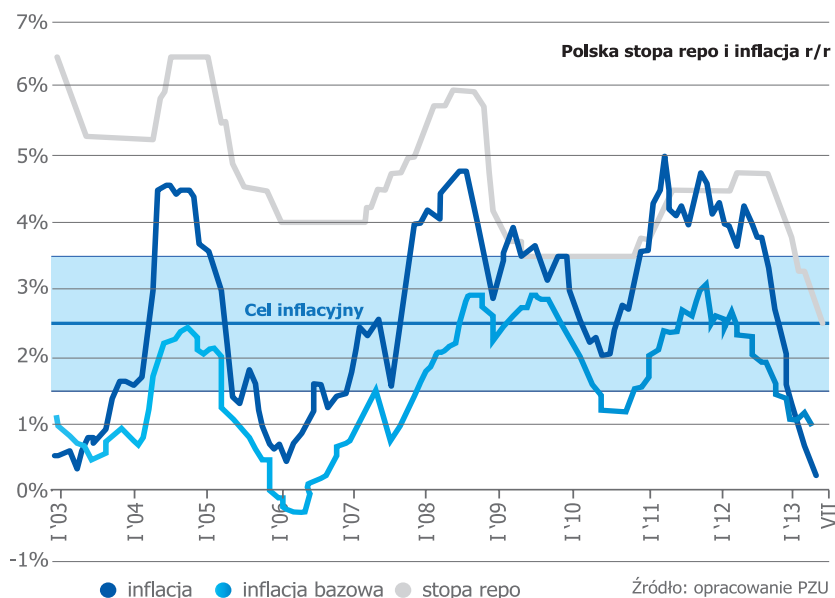


Konrad Augustyński – zarządzający
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ



Paweł Kowalski – zarządzający
PZU Papierów Dłużnych POLONEZ





publicznych, gdyż przy obecnych jej zapisach i przy obecnym poziomie zadłużenia Polski, deficytu nie można zwiększyć. We wtorek odbyła się konferencja prasowa, na której premier Tusk i wicepremier Rostowski zasygnalizowali jak budżet po nowelizacji miałby wyglądać i jakie zmiany w ustawie o finansach publicznych planują wprowadzić. Najważniejsze z punktu widzenia rynku zmiany, to wzrost deficytu o 16 mld zł do 51,6 mld zł, z czego cięcia wydatków w resortach mają wynieść ok. 8,5-8,6 mld zł. Żeby można było zwiększyć deficyt zawiesi się na 2 lata działanie pierwszego progu ostrożnościowego zapisanego w ustawie o finansach publicznych (50% dług/PKB), wiążąc go z wprowadzeniem nowej reguły fiskalnej opartej na średnioterminowym tempie wzrostu nominalnego PKB. Rewizja oznacza, że nasz dług w relacji do PKB przekroczy 54%. Potrzeby pożyczkowe wzrosną maksymalnie o prognozowany wzrost deficytu, czyli o 16 mld zł. - „Część tych potrzeb zrealizujemy na rynku, a część w międzynarodowych instytucjach finansowych” - powiedział minister Kowalczyk.

Agencja Ratingowa Moody's podała, że nowelizacja budżetu nie zmienia średnioterminowych perspektyw dla polskiego ratingu, ale dalszy poślizg fiskalny może wyrzucić presję na stabilność tej perspektywy. Dodano również, że „proponowane zmiany w regule fiskalnej czynią ją bardziej antycykliczną, co wzmocni ramy fiskalne w kolejnych latach przez zwiększenie elastyczności, jednocześnie utrzymując przejrzyste zasady i jasne mechanizmy sankcji”.

W ubiegłym tygodniu ukazał się również raport NBP o stabilności systemu finansowego. Analiza raportu nie napawa optymizmem inwestorów trzymających swoje oszczędności w obligacjach. Napisano w nim między innymi, że „wygaszanie programów QE spowoduje trwały wzrost rentowności papierów na rynkach rozwiniętych, a w Polsce w skrajnym przypadku może doprowadzić do wyprzedaży na rynku wtórnym przez inwestorów zagranicznych”. Dodano również, że „materializacja takiego skrajnego scenariusza skutkowałaby silnym wzrostem ich rentowności przy jednoczesnej deprecjacji złotego, prowadząc do zwiększenia się ryzyka rynkowego dla banków



krajowych". W raporcie odniesiono się również do sytuacji makroekonomicznej Polski, pisząc iż obecnie „znajduje się w fazie wyraźnego osłabienia koniunktury. Rozwój sytuacji w nadchodzących kwartałach będzie w dużym stopniu uzależniony od rozwoju sytuacji ekonomicznej na świecie, w tym szybkości z jaką kraje strefy euro zdołają przezwyciężyć recesję. Dalszy przebieg tych procesów będzie najważniejszym czynnikiem oddziałującym na sytuację krajowego sektora finansowego”.

Najważniejszymi wydarzeniami tygodnia były niewątpliwie środowe i czwartkowe „przesłuchania” prezesa FED, Bena Bernanke przez komisjami Kongresu i Senatu Stanów Zjednoczonych. Przynajmniej tak oczekiwali inwestorzy na początku tygodnia. Zarówno jedno jak i drugie przemówienie nie rzuciło jednak odpowiedzi na pytania, jak ma wyglądać normalizowanie się polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych. Po raz kolejny prezes FED podkreślił, że wszystko będzie uzależnione od napływających danych. „Jeśli perspektywy zatrudnienia miałyby się relatywnie pogorszyć, jeśli inflacja miałaby nie zbliżać się z powrotem do 2 proc. lub jeśli warunki finansowe – które uległy zacieśnieniu w ostatnim czasie – byłyby niewystarczająco akomodacyjne, aby umożliwić osiągnięcie celów zawartych w naszym mandacie, obecne tempo skupu obligacji może być utrzymane dłużej” – powiedział Bernanke. Dodał jednak, że gdyby poprawa w gospodarce USA przebiegała szybciej od oczekiwań, a inflacja „rosła wyraźnie w kierunku celu 2 proc., tempo skupu obligacji mogłoby być zredukowane nieco szybciej”. Nie wykluczył również zwiększenia tempa skupu „na jakiś czas, aby wspomóc proces powrotu do pełnego zatrudnienia w kontekście stabilności cen”, jeśli napływające dane okażą się bardzo słabe. Nic więc innego nie pozostaje jak przyglądać się bacznie napływającym danym.

Pozostałe ważne wydarzenia tygodnia:

- Zwolniła nieco sprzedaż detaliczna w Stanach Zjednoczonych. W skali miesiąca odnotowano wzrost o 0,4%, mimo iż analitycy oczekiwali 0,8% a poprzedni odczyt, zrewidowany w dół o 1bp, był na poziomie 0,5%
- NY Empire State Manufacturing Indeks wzrósł o 9,46 pkt vs 7,84 poprzedni odczyt i wobec oczekiwanych 5,0 pkt
- Philadelphia Fed Manufacturing Index wzrósł do 19,8 pkt vs 12,5 poprzednio i oczekiwań na poziomie 7,8 pkt
- Nieco słabsze dane ukazały się z amerykańskiego rynku nieruchomości. Spadł indeks wniosków o kredyt hipoteczny (MBA), wydano mniej pozwoleń na budowę niż oczekiwali analitycy oraz mniej domów zaczęto budować
- Nieco lepsze dane z amerykańskiego rynku pracy. Liczba złożonych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych (initial jobless claims) spadła do 334 tysięcy. W poprzednim tygodniu złożono 358 tysięcy, a analitycy spodziewali się spadku tej liczby do 345 tysięcy
- ZEW – wskaźnik oczekiwań ok. 300 analityków i inwestorów instytucjonalnych odnośnie stanu gospodarki niemieckiej w perspektywie 6 miesięcy - spadł w lipcu o 2,2 pkt. do poziomu 36,3. Rynek oczekiwał wzrostu do poziomu 39,6 pkt. Oceny wskazują na oczekiwania przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w drugiej połowie roku, chociaż sytuacja bieżąca wskazuje, że poprawa będzie następować raczej powoli
- Po raz kolejny mieliśmy mieszane informacje dotyczące przepływów kapitałowych do i z obligacji. Z jednej strony ukazał się cotygodniowy raport EPFR Global ukazujący odpływ z funduszy obligacyjnych dedykowanych do krajów rozwijających się na poziomie 1,3 mld dolarów, w tym nieco ponad 600 mln dolarów odpłynęło z funduszy inwestujących w lokalnych walutach tych krajów. Z drugiej strony, piątkowe dane z Japonii pokazują, że mijający tydzień był kolejnym tygodniem zwiększania przez japońskich inwestorów ekspozycji w zagranicznych obligacjach. Podobno część tego flowu trafiła też na nasz lokalny rynek. Co ciekawe, z obu raportów wynika, że w dalszym ciągu akcje krajów rozwijających się mogą być pod presją, gdyż wycofywane są pieniądze z funduszy inwestujących na tych rynkach.

Nadchodzący tydzień

Nie należy oczekiwać zbyt wielu publikacji ekonomicznych. Z polskich danych poznamy właściwie tylko czerwową sprzedaż detaliczną i poziom rejestrowanego bezrobocia – obydwie opublikowane będą we wtorek. Trochę więcej danych będziemy mieć ze Stanów Zjednoczonych. Dowiemy się, poprzez dane dotyczące sprzedaży nowych i już istniejących domów czy dobra kondycja amerykańskiego rynku nieruchomości będzie podtrzymana. Trwałość wzrostu amerykańskiej gospodarki będziemy mogli ocenić również na podstawie zamówień na dobra trwałe. Z Europy będziemy otrzymywać pierwsze wyniki badań koniunktury. Poznamy PMI w przemyśle i sektorze usługowym dla Strefy Euro, Niemiec oraz Francji, a także niemiecki IFO Business Climate Indeks. Wyższe odczyty mogą potwierdzić, że Europa znacznie się wkrótce szybciej rozwijać.

Portfel

Brak jednoznacznych danych z polskiej i światowych gospodarek sprawił, że nasze przewidywania, co do dalszego kształtu rynku nie uległy zmianie. W dalszym ciągu jesteśmy raczej pesymistycznie nastawieni do rynku obligacji w dłuższej perspektywie. Oczekujemy, że stopy procentowe na świecie raczej będą się wznosić przez co pojawi się presja sprzedażowa również polskich obligacji. W krótkim terminie mamy natomiast do czynienia z trendem spadkowym rentowności. Ponieważ najbliższy tydzień jest wyjątkowo mało obfity w wydarzenia i dane gospodarcze, a dodatkowo panuje okres urlopowy, przez co zarówno obroty jak i płynność bardzo się ograniczyły, spodziewamy się, że ten kilkutygodniowy trend może być kontynuowany.

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.

