

# Tygodnik ekonomiczny

5 – 11 września 2011

Od początku tygodnia nastroje na globalnym rynku były dobre. Rozczarowanie brakiem sugestii ze strony Bernanke w kwestii rozpoczęcia QE3 było niwelowane jego oceną perspektyw gospodarki USA oraz tym, że we wrześniu posiedzenie FOMC będzie dwudniowe. Rozbudziło to nadzieje, że stymulacja gospodarki zostanie jednak rozpoczęta. Minutes z sierpnioviego posiedzenia Fed dodatkowo wsparły oczekiwania na QE3. Słabe wyniki aukcji włoskich oraz hiszpańskich obligacji wywarły negatywną presję na euro. Publikowane w kolejnych dniach dane z USA były w większości lepsze od prognoz, co osłabiło oczekiwania rynku na QE3 i dodatkowo wsparło dolara w stosunku do euro. Mimo że nastroje na rynku były niezłe i krajowa giełda zyskiwała, krajowa waluta po początkowym umocnieniu była pod presją spadającego EURUSD. Krajowy PMI dla przemysłu spadł w sierpniu bardziej niż oczekiwaliśmy i sugeruje utrzymanie negatywnych tendencji w kolejnych miesiącach.

Początek tego tygodnia powinien być spokojny ze względu na dzień wolny od handlu w USA. W kolejnych dniach rynek zwróci swoją uwagę na kondycję największej gospodarki strefy euro i zarazem naszego największego partnera handlowego. We wtorek spotkać się mają przedstawiciele Niemiec, Finlandii i Holandii by rozmawiać nt. kryzysu w strefie euro i rynek z pewnością będzie wyczekiwał na wynik tych rozmów. W tym tygodniu decyzje ws. stóp procentowych podejmą RPP, EBC i BoE. Komunikat z lipcowego posiedzenia EBC wskazywał, że w tym roku możliwe są kolejne podwyżki stóp procentowych, ale ostatnie wydarzenia w globalnej gospodarce przesądziły, że scenariusz ten stał się nieaktualny. Spodziewamy się, że krajowa Rada pozostawi stopy procentowe bez zmian. Ciekawsze od samej decyzji będzie jej uzasadnienie i ocena przez Radę bilansu ryzyk inflacyjnych, która zasugeruje być może zmianę nieformalnego nastawienia na neutralne. Oczekujemy, że reakcja rynku długu i stopy procentowej na komunikat będzie ograniczona, największy wpływ na notowania mają bowiem nastroje za granicą. Podobnie w przypadku złotego, zmiany nastrojów na globalnym rynku będą kluczowe. Po miesięcznych danych z rynku pracy USA nasilić się mogą obawy o globalną gospodarkę, co ograniczy potencjał do umocnienia złotego.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

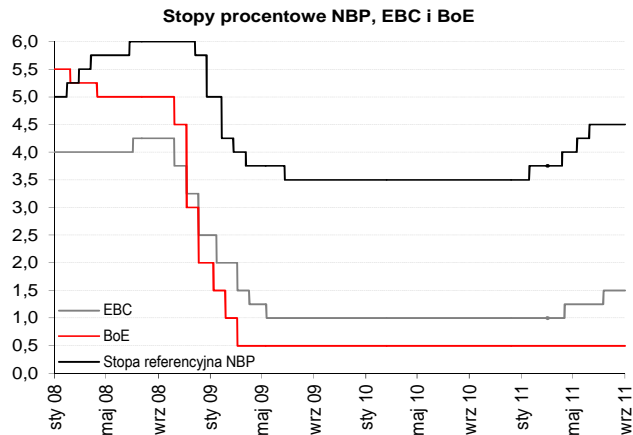
CZAS W-WA	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES		PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ
					RYNEK	BZWBK	
<b>PONIEDZIAŁEK (5 września)</b>							
9:58	EZ	PMI – usługi	VIII	pkt	51,5	-	51,6
10:30	EZ	Indeks Sentix	IX	pkt	-18,0	-	-13,5
11:00	EZ	Sprzedaż detaliczna	VII	% r/r	-1,0	-	-0,4
	US	Dzień wolny					
<b>WTOREK (6 września)</b>							
11:00	EZ	Rewizja PKB	II kw.	% k/k	0,2	-	0,8
12:00	DE	Zamówienia przemysłowe	VII	% m/m	-1,5	-	1,8
16:00	US	ISM – usługi	VIII	pkt	51,0	-	52,7
<b>ŚRODA (7 września)</b>							
	<b>PL</b>	<b>Decyzja RPP</b>		<b>%</b>	<b>4,50</b>	<b>4,50</b>	<b>4,50</b>
12:00	DE	Produkcja przemysłowa	VII	% m/m	0,5	-	-1,1
20:00	US	Beżowa Księga Fed					
<b>CZWARTEK (8 września)</b>							
8:00	DE	Eksport	VII	% m/m	-0,1	-	-1,2
<b>11:00</b>	<b>PL</b>	<b>Aukcja zamiany obligacji</b>					
13:00	GB	Decyzja BoE		%	0,50	-	0,50
13:45	EZ	Decyzja EBC		%	1,50	-	1,50
14:30	US	Bilans handlowy	VII	mld \$	-50,8	-	-53,1
14:30	US	Liczba nowych bezrobotnych	tyg.	tys.	410	-	409
<b>PIĄTEK (9 września)</b>							
4:30	CN	CPI	VIII	% r/r	6,2	-	6,5
4:30	CN	Produkcja przemysłowa	VIII	% r/r	13,6	-	14,0
16:00	US	Zapasy hurtowników	VII	% m/m	0,8	-	0,6

Źródło: BZ WBK, Reuters, Parkiet

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 22 586 8363  
**Piotr Bielski** Starszy Ekonomista 22 586 8333  
**Marcin Sulewski** Analityk 22 586 8342

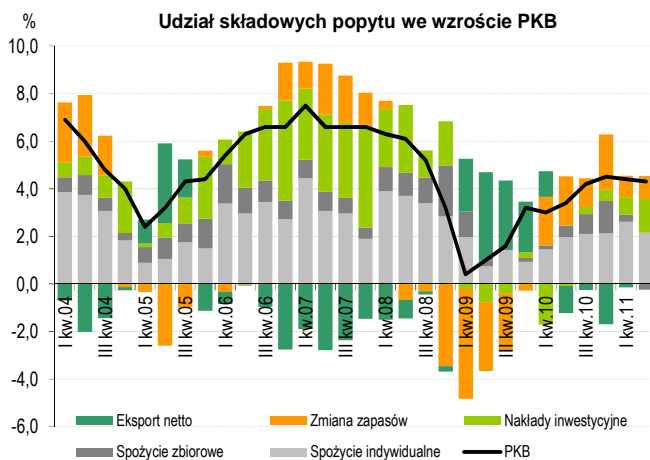
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl  
**Marcin Luźniński** Młodszy Analityk 22 586 8362

## Wydarzenia nowego tygodnia – Decyzje banków centralnych, ważne dane z Niemiec



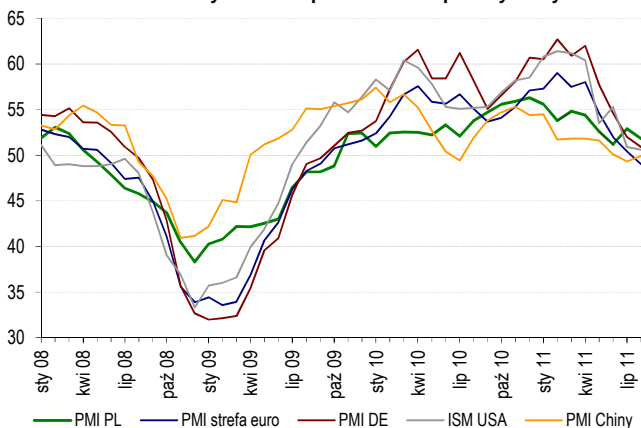
- Ten tydzień będzie stał pod znakiem decyzji banków centralnych. Oczekujemy, podobnie jak rynek, że RPP nie zmieni stóp procentowych na śródomowy posiedzeniu. Ciekawsze od samej decyzji będzie jej uzasadnienie i to w jakim stopniu zmianie ulegnie ocena Rady bilansu ryzyk inflacyjnych. Niektórzy członkowie RPP wprost zgłaszali postulat zmiany nastawienia, inni tylko nieoficjalnie sugerowali to tonem swoich wypowiedzi.
- Zmian stóp nie będzie także w przypadku EBC i BoE. Ostatni raport inflacyjny Banku Anglii pokazał, że tempo wzrostu PKB na ten i przyszły roku uległo obniżeniu, co zamknęło temat podwyżek stóp w tym kraju. Choć ostatni komunikat EBC sugerował, że dalsze podwyżki stóp są możliwe w tym roku, to obecnie należy oczekiwać, że ton komunikatu będzie bardziej gołębi, sugerujący raczej pozostawienie stóp na dotychczasowym poziomie.

## Ostatni tydzień w gospodarce – Solidny wzrost PKB w II kw., PMI sugeruje spowolnienie w III kw.



- Roczne tempo wzrostu PKB w II kw. br. wyniosło 4,3% i okazało się być nieco lepsze od naszych i rynkowych oczekiwań (4,2%), spowalniając nieznacznie z 4,4% w I kw.
- Struktura wzrostu była zgodna z naszymi prognozami. Inwestycje przyspieszyły z 6,0% r/r w I kw. do 7,8% (my oczekiwaliśmy 8,0%). Udział akumulacji brutto we wzroście PKB wyniósł 2,4 pkt. proc. i była ona najistotniejszym motorem wzrostu. Rozczarowało spożycie ogółem, które wzrosło zaledwie o 2,4% r/r (my spodziewaliśmy 3,4%).
- Dane świadczą o dobrej sytuacji w polskiej gospodarce w II kw., ale należy pamiętać, że w kontekście obecnej dużej dynamiki wydarzeń w gospodarce światowej dotyczą one już odległej przeszłości. Spodziewamy się stopniowego hamowania aktywności ekonomicznej w kolejnych kwartałach, ze względu na gorsze perspektywy globalnego wzrostu, zawirowania na rynkach finansowych i słabnący popyt zagraniczny.

## Wskaźniki aktywności w przetwórstwie przemysłowym



- Indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł w sierpniu bardziej niż oczekiwaliśmy. Odczyt 51,8 pkt. jest drugim najniższym od stycznia 2010.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, szczegółowe dane pokazały spadek tempa wzrostu zamówień eksportowych i zatrudnienia (już trzeci miesiąc z rzędu). Nowe zamówienia rosły w podobnym tempie co w lipcu, wzrost napędzały zamówienia krajowe. Presja kosztowa osłabła w sierpniu już siódmy miesiąc z rzędu, przedsiębiorstwa wskazywały, że wpływ na koszty miało osłabienie złotego w sierpniu. Ceny producentów wzrosły w najszybszym tempie od 3 miesięcy.
- Dane potwierdziły, że pogorszenie koniunktury za granicą ma wpływ na to, co dzieje się w krajowej gospodarce. Spada tempo wzrostu produkcji i zamówień eksportowych w związku ze spadkiem aktywności gospodarczej za granicą, głównie w Niemczech. W kolejnych miesiącach należy oczekiwać utrzymania się tych negatywnych tendencji.

## Cytat tygodnia – Na obniżki stóp jeszcze za wcześnie

### Anna Zielińska-Głębocka, 30 sierpnia, PAP

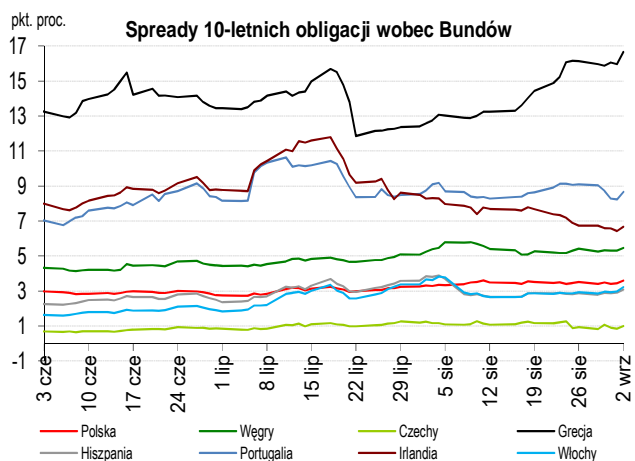
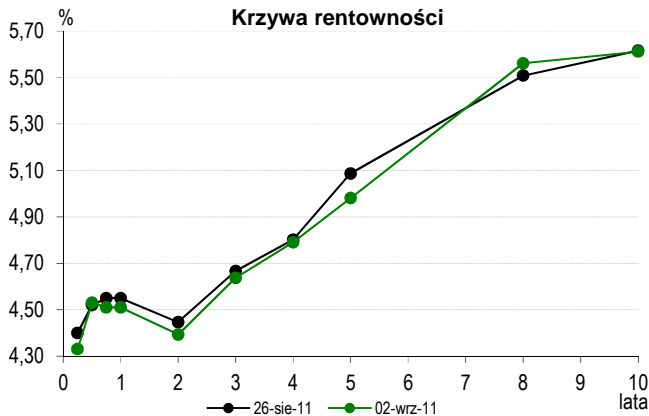
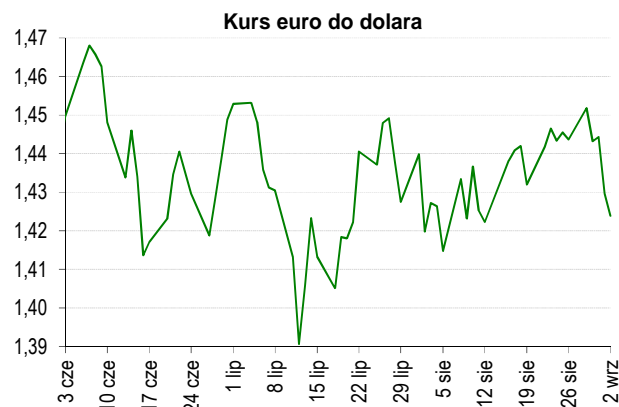
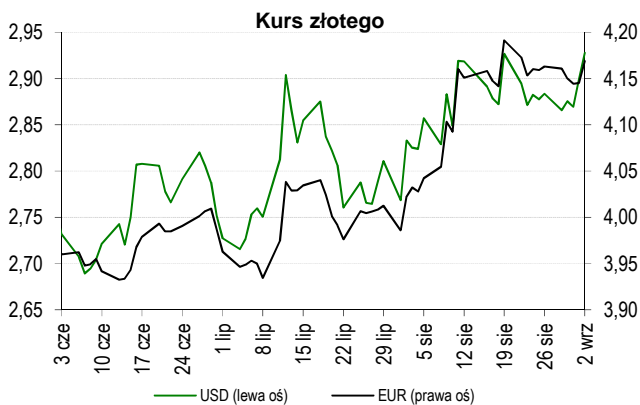
Nie sądzę, żeby w tej chwili sytuacja gospodarcza wskazywała na potrzebę obniżek stóp proc. Inflacja powyżej 4,0 proc. jest bardzo wysoka. (...) Wysoka inflacja jest zjawiskiem niekorzystnym i jest znacznie powyżej celu inflacyjnego. W związku z tym nie ma specjalnie uzasadnienia dla wykorzystywania tego instrumentu polityki pieniężnej, poprzez obniżkę.

### Elżbieta Chojna-Duch, 30 sierpnia, PAP

Wydaje się, że stabilizacja stóp procentowych w drugim półroczu jest wskazana. Gwałtowne działania dokonywane przez jakikolwiek organ, w tym RPP, nie byłyby zasadne. (...) Absolutnie przedwczesne zaś są rozważania dotyczące kwestii obniżek stóp procentowych. Należy pilnie obserwować działania polityczne w Unii Europejskiej i ich skutki.

Komentarze członków RPP z minionego tygodnia nie wniosły nic nowego do perspektyw polityki pieniężnej w najbliższym czasie, zwłaszcza, że Zielińska-Głębocka i Chojna-Duch wypowiadały się w podobnym tonie całkiem niedawno. Słowa te potwierdzają naszą prognozę utrzymania stóp NBP bez zmian do końca tego roku. Rynek FRA od drugiej dekady sierpnia stopniowo ogranicza swoje oczekiwania skali obniżek stóp procentowych. Obecnie można powiedzieć, że wycenia jedną obniżkę stóp o 25 bp. w horyzoncie 6-9 miesięcy. Również rynek OIS ograniczył wycenę obniżek stóp. Według ankiety Parkietu, niewielka liczba krajowych instytucji oczekuje obniżek stóp dopiero w I kw. 2012.

## Monitor rynku

**Czynniki globalne nie pozwolą na umocnienie złotego**

▪ Kurs EURPLN delikatnie opadał w pierwszych dniach tygodnia. Złoty korzystał nieznacznie z dobrego nastroju jaki utrzymywał się na globalnym rynku. Jednak kolejne dni przyniosły wyraźne osłabienie euro do dolara oraz wyhamowanie wzrostów na giełdach, co negatywnie wpłynęło na złotego. Ostatecznie, na koniec tygodnia, po bardzo słabych danych z rynku pracy USA, EURPLN znalazł się blisko 4,20, powyżej poziomu z minionego poniedziałku. Nasze oczekiwania odnośnie perspektyw dla złotego nie uległy zmianie. Dalej uważamy, że nie ma sprzyjających warunków do spadku kursu EURPLN. Obawy o strefę euro i globalną gospodarkę sprawia, że w tym tygodniu kurs EURPLN pozostanie powyżej 4,14. Pierwszy opór to 4,22, kolejny 4,26.

▪ Z walut naszego regionu złoty stracił w minionym tygodniu najmniej do euro (0,36%). Kurs EURCZK po wyraźnym spadku sprzed dwóch tygodni odbił się od ważnego poziomu 24,0 i przez cały miniony tydzień rósł (korona straciła ok. 0,8%). Najwięcej stracił forint (1,2%).

▪ Na początku tygodnia EURUSD rósł, wspierany przez dobry nastrój na rynku i utrzymujące się oczekiwania na uruchomienie przez Fed QE3. Lepsze od prognoz dane z USA (m.in. ISM, Chicago PMI) sprawiły, że inwestorzy przypomnieli sobie słowa Bernanke mówiącego w Jackson Hole, że kondycja gospodarki USA nie uległa drastycznej zmianie, co wsparło dolara w stosunku do euro. Dopiero po słabych danych z rynku pracy USA nastąpiło wyhamowanie spadków kursu przy 1,42. O zmianach w najbliższych dniach zdecyduje to jak kurs zachowa się w stosunku do wsparcia na 1,42.

**Rynek długu stabilny w oczekiwaniu na RPP**

▪ W minionym tygodniu notowania na krajowym rynku długu przebiegały spokojnie. Obligacje lekko umocniły się, co mogło wynikać z utrzymującego się niezłego nastroju na globalnym rynku i aktywności funduszy inwestycyjnych na koniec miesiąca. Początek tego tygodnia też zapowiada się spokojnie z powodu dnia wolnego w USA i oczekiwania na komunikat po posiedzeniu RPP. Przedstawiona przez Radę ocena bilansu ryzyk inflacyjnych może zasugerować zmianę nieformalnego nastawienia na neutralne. Naszym zdaniem komunikat raczej nie spowoduje dużych zmian na rynku, ponieważ inwestorzy są bardziej skupieni na perspektywie zmian w globalnej gospodarce i krajowy rynek jest pod wpływem trendów panujących za granicą.

▪ Rentowności na bazowych rynkach długu rozpoczęły tydzień powyżej piątkowego zamknięcia dzięki dobremu nastrojowi panującemu na rynku. W kolejnych dniach rentowności spadały w wyniku słabych wyników aukcji włoskich i hiszpańskich obligacji oraz rozczarowujących miesięcznych danych z rynku pracy USA. Na koniec tygodnia rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries wyniosły odpowiednio 2,02% i 2,03%.

▪ Na peryferiach rynku długu strefy euro spready w stosunku do 10-letnich Bundów rozszerzyły się. Było to spowodowane przeceną obligacji Włoch i Hiszpanii jaka nastąpiła po podaniu rozczarowującego popytu na aukcjach tych papierów. Negatywny wpływ miało też ograniczenie włoskiego pakietu oszczędnościowego i niepewność ws. greckiego pakietu pomocowego (gwarancja dla Finlandii i wypełnienie przez Grecję kryteriów fiskalnych).

---

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Skarbu, Zespół Głównego Ekonomisty, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl