



Bogusław Półtorak,
Główny Ekonomista
Bankier.pl

Zdaniem Głównego Ekonomisty

Polski przemysł zakończył dopasowywanie się do warunków kryzysu. Takie wrażenie można odnieść oceniając wyniki statystyczne we wrześniu. Odbicie się produkcji przemysłowej od dna jest niewątpliwie wydarzeniem września. Publikacja wyników urzędu statystycznego co prawda przeszła niemal bez echa, ale wyhamowanie spadków produkcji przemysłowej w skali roku zwiastuje stabilizację. Odczyty produkcji przemysłowej mamy niestety na relatywnie niskim poziomie, ale być może jest to pierwszy sygnał stojącego za rogiem ożywienia gospodarczego. Do statystyk niestety lepiej się nie przywiązywać, bo zawsze ulegają one pewnym naturalnym wahaniom, widzimy już jednak pozytywny trend. Jego utrzymanie wymagać będzie jednak kilku spójnych czynników. Bez ożywienia gospodarczego na świecie, szczególnie u naszych głównych kontrahentów handlowych, nie będzie i u nas lepszej koniunktury. Na to wpływ natomiast może mieć kontynuowanie lub nie programów pomocowych. Pozytywny wpływ chociażby programów wsparcia zakupów aut m.in. w Niemczech jest nie do przecenienia i - co być może kuriozalne - wpłynął na zahamowanie regresu branży motoryzacyjnej w Polsce. Zakończenie pomocy publicznej przez państwa Zachodnie wydaje się raczej mało prawdopodobne, ale zakres tej pomocy z uwagi na gwałtowny wzrost obciążeń fiskalnych będzie minimalizowany. Przygotować więc się trzeba na dłuższy okres chudych lat i oszczędności, co weryfikuje optymizm, że szybko wrócimy na ścieżkę dynamicznego wzrostu gospodarczego. Bezrobocie zapoczątkuje kolejną falę kryzysu. Taka sytuacja wymaga większej uwagi i poszukiwania szans dla siebie. Źródło dobrej informacji jest w dzisiejszych skomplikowanych czasach podstawą dobrych decyzji. Mamy nadzieję, że przedstawiany Biuletyn Gospodarczy Bankier.pl stanie się dla Państwa kompendium tego co ważne i przydatne.

Chętnie poznamy też Państwa opinie i oczekiwania, zachęcamy do kontaktu: analizy@firma.bankier.pl.

Odwołujemy kryzys gospodarczy? Nie tak szybko

Obyś żył w ciekawych czasach. To stare chińskie powiedzenie, nawiasem mówiąc ostatnio trochę już wyświechtane, najlepiej oddaje obecną burzę nastrojów na rynkach finansowych. „Hucznie” obchodzona rocznica upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers ujawniła lęki, jakie trapią jeszcze gospodarkę. I tak o ile upadek LB nie zapoczątkował kryzysu, tak w rocznicę po jego formalnym zamknięciu ciągle nie można wskazać drogi do powrotu do okresu prosperity. Lekarstwa zaordynowane przez banki centralne wcześniej stały się przyczyną choroby. Dziś znów wierzymy, że mogą nas uzdrowić, i jak na razie jest nieźle. Nadmierny pesymizm, jaki jeszcze niedawno często gościł w wypowiedziach medialnych dotyczących kryzysu, wydawał się co prawda równie nieuzasadniony jak wcześniej hurraoptymizm. Mówi się, że pamięć rynków jest krótka, a bardziej ogólnie, że ludzie nie chcą pamiętać złego. Czy jednak powoduje to, że problem znika? Ze świadomości na pewno tak. Chciejstwo i fakty. Różnica wszak jest diametralna.

czytaj dalej na stronie 2 ►

Wskaźnik miesiąca: polski Misery Index Bankier.pl

Podczas gdy media codziennie informują o „kryzysie”, a ekonomiści zastanawiają się, czy Polsce jako jedynemu państwu w Europie uda się uniknąć formalnej recesji, Polacy jakby nigdy nic wyjechali na wakacje. Owszem, wielu martwi się pogorszeniem sytuacji na rynku pracy, a niektórym plany pokrzyżowało zaostrzenie polityki kredytowej banków, ale generalnie wśród konsumentów nie odczuwa się niepokojów.



komentarz na stronie 4 ►

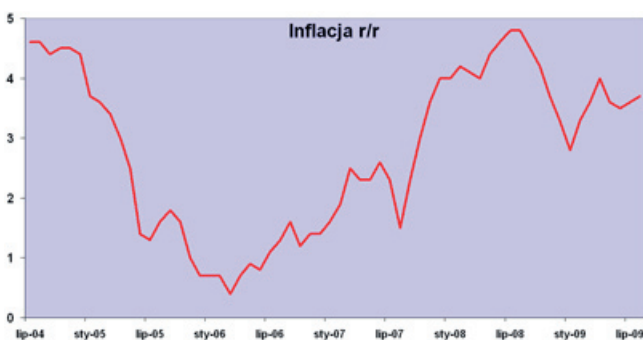
Biuletyn Gospodarczy Bankier.pl przygotowuje: zespół Działu Analiz pod kierownictwem dra Bogusława Półtoraka, Głównego Ekonomisty Bankier.pl, w składzie: Krzysztof Kolany, Natalia Galińska, dr Michał Macierzyński, Michał Kryński, Wojciech Boczoń, Jarosław Ryba, Marcin Dziadkowiak.

Uwagi i zapytania prosimy kierować pod adres: analizy@firma.bankier.pl. Kontakt dla mediów: Bogusław Półtorak tel. 0608 007 611, Krzysztof Kolany tel. 0697 660 684. Informacji nt. warunków reklamy udziela: Mariusz Kostowski, reklama@firma.bankier.pl, tel: +48 (22) 630 82 44.

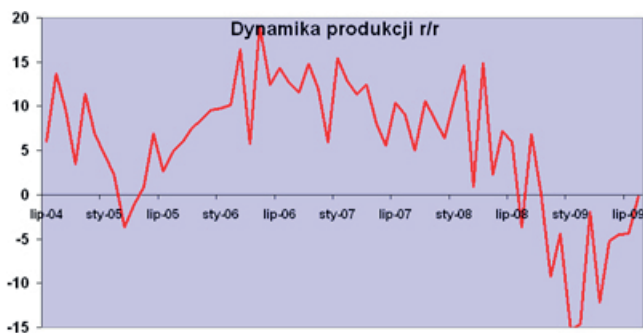
Wydawca: Bankier.pl S.A., ul. Koszykowa 54, 00-675 Warszawa, tel: +48 (22) 630 82 37, fax: +48 (22) 630 85 83, <http://www.bankier.pl/biuletyn/gospodarczy>

Zastrzeżenie: Opinie wyrażane w Biuletynie Bankier.pl mogą być traktowane wyłącznie informacyjnie. Treści publikowane w Biuletynie Bankier.pl nie stanowią jakiegokolwiek formy rekomendacji w zakresie podejmowania decyzji finansowych przez czytelnika. Bankier.pl S.A. i autorzy nie ponoszą odpowiedzialności za ewentualne skutki decyzji podejmowanych na podstawie informacji publikowanych w Biuletynie Gospodarczym Bankier.pl.

Cnoty wstrzemięźliwości i zapobiegliwości są współczesnym społeczeństwom nad wyraz potrzebne. Dodajmy społeczeństwom tzw. Zachodu, do którego wbrew pozorom i my się zaliczamy. Kultury rozpasanego konsumpcjonizmu, jak mówią wprost outsiderzy. A żeby konsumować trzeba jednak produkować lub importować. Sęk w tym, że to drugie jest możliwe, jeśli to pierwsze jest spełnione, przynajmniej w takich gospodarkach jak polska. Chyba jedynie Amerykanie ciągle są w stanie pozwolić sobie na życie na kredyt i to pomimo całego zamieszania z globalnym kryzysem finansowym. Kryzys udowodnił tylko, że nie ma świętości w gospodarce i dominuje pozycja silniejszego, większego gracza. Diametralnie zmieniło to wszelkie teorie o wielobiegunowym świecie finansowym 6,2 mln Amerykanów. Ponadto towarzyszy nam kryzys finansowy będący skutkiem ekspansywnej polityki monetarnej oraz negatywne skutki pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości.



Małe gospodarki de facto muszą się niestety podporządkować zasadom większych graczy. Sytuację nieco tylko ratują aliance gospodarcze. Analizując wyniki polskiej gospodarki, szczególnie przemysłu widać symptomy, że jest ona dość odporna na realne skutki kryzysu finansowego. Dno, jakie osiągnęliśmy w produkcji przemysłowej, zwiastuje z dużym prawdopodobieństwem koniec dopasowania polskich firm do kryzysu. Kolejnym krokiem jest jednak racjonalizacja zatrudnienia. Co prawda stopa bezrobocia nie oddaje dramatyzmu sytuacji, ale wbrew temu, co twierdzą niektórzy, że jest relatywnie dobrze, bo nie mamy 20-procentowego bezrobocia, taką opinię można uznać za błędną. Polska w Europie charakteryzuje się olbrzymią liczbą osób w wieku produkcyjnym, które już nie są aktywne zawodowo. To sędzia po socjalnej ochronie, która była i jest realizowana poprzez niewydolny system emerytalny. Najmłodsi w Europie emeryci niestety w wielu wypadkach to po prostu bezrobotni na bezterminowym zasiłku. W takiej sytuacji bezrobocie na poziomie



10,8 proc. jest jednak bardzo dużo. I to jest prawdziwe wyzwanie np. dla polityków zatroskanych o przyszłość Polski.

Dla obywateli tak naprawdę istotne jest to, co mają w kieszeniach. A tu nie ma dobrych informacji. Nie dość, że z pracą jest coraz bardziej kruchy, to nasze dochody są systematycznie zmniejszane przez ukryty „podatek” – inflację. Tempo inflacji jest relatywnie wysokie, jakby w naszej gospodarce nie było recesji. Z drugiej strony wydaje się, że za wysokie tempo inflacji ciągle odpowiadają ceny regulowane. Wysoka inflacja w takiej sytuacji nie ma charakteru pieniężnego, a jest raczej kosztowa, co niestety potwierdza tezę o niezakończonych transformacji gospodarczej. Mamy więc do czynienia z dwoistością gospodarki: z jednej strony monopole, np. energetyczne, dostawcy mediów, a z drugiej strony pozostawieni sobie przedsiębiorcy i konsumenci. Ci ostatni po prostu ponoszą koszty nieefektywnych branż. Reforma strukturalna niestety nie została dokończona, co niezbyt dobrze wróży na przyszłość. Oczywiście ożywienie gospodarcze może znieść powyższe dolegliwości, co jednak będzie, kiedy tak się nie stanie? Stopa wzrostu gospodarczego mniejsza niż 5 proc. dla Polski to ciągle śmiertelne zagrożenie. Czekamy więc na pragmatyczną kontynuację reform, w tym prywatyzację tych ostatnich matuzaleństw nieefektywnych branż. Trudne to wyzwanie i mało popularne, ale takiej sielanki politycznej dawno nie mieliśmy, więc może jest szansa.

Bogusław Półtorak
Główny Ekonomista Bankier.pl

Słownik:

Indeks nędzy – (ang. misery index) jest wskaźnikiem makroekonomicznym skonstruowanym przez amerykańskiego ekonomistę Arthura Okuna. Indeks ten powstaje poprzez zsumowanie stopy bezrobocia oraz rocznej stopy inflacji mierzonej wzrostem cen koszyka towarów konsumpcyjnych (CPI). Im wyższy indeks nędzy, tym gorszy jest stan gospodarki. I odwrotnie: spadek indeksu świadczy o odczuwalnej poprawie koniunktury. Zaletą tego wskaźnika jest jego prostota oraz porównywalność w czasie i przestrzeni (tj. pomiędzy różnymi krajami w różnych okresach czasu).

Jednakże podstawowym mankamentem są w tym przypadku dane źródłowe, których metodologia może podlegać zmianom (zwłaszcza w dłuższych okresach). W przypadku Polski dane o cenach detalicznych pochodzą z Głównego Urzędu Statystycznego (CPI), zaś źródłem informacji o stopie bezrobocia jest Eurostat badający to zjawisko metodą BAEL. Przy czym metodologia unijna pozwala w pewnym stopniu na pominięcie fikcyjnych bezrobotnych figurujących w rejestrach polskich urzędów pracy.

Inflacja – jest to wzrost poziomu cen w gospodarce prowadzący do utraty wartości przez pieniądź. We współczesnych gospodarkach inflacja jest zjawiskiem ogólnie występującym, uważa się, że niewielki jej poziom jest zdrowy dla gospodarki. Groźna dla gospodarki jest wysoka inflacja lub deflacja (spadek poziomu cen). Przyczyny inflacji mogą być dwojakiego rodzaju. Może być ona powodowana wzrostem kosztów w gospodarce, przykładowo wzrostem cen energii lub cen urzędowych, a także może posiadać charakter popytowy. Rosnące ceny towarów i usług w efekcie ekspansywnej polityki pieniężnej w pierwszej kolejności ożywiają rynki, ale może to doprowadzać do szybkiego wzrostu spirali inflacyjnej. W przypadku inflacji kosztowej jej kontrolowanie jest trudne z uwagi na strukturalny charakter wzrostu. Inflacja popytowa może być kontrolowana dzięki instrumentom polityki pieniężnej, w tym poprzez stopy procentowe banku centralnego.

kk

Czy Ameryka już rośnie?

Podobno w Stanach Zjednoczonych recesja już się skończyła i obecnie mamy wzrost gospodarczy. Podobno, albowiem jeszcze żadne statystyki nie potwierdziły tej tezy. Ale rynki akcji już zdążyły zdyskontować nie tylko zakończenie kryzysu ale także ożywienie typu V. Koniec najcięższej od przynajmniej trzech dekad recesji w największej gospodarce świata obwieścili już chyba wszyscy znani ekonomiści (m.in. Alan Greenspan, Ben Bernanke, Paul Krugman) oraz większość giełdowych inwestorów. Nowojorskie indeksy odbiły się od dna już na początku marca, a jeśli wierzyć wskaźnikom wyprzedzającym koniunkturę (takim jak indeksy ISM czy LEI), to również realna gospodarka dno cyklu znalazła gdzieś na przełomie lipca i sierpnia. W trzecim kwartale ekonomiści spodziewają się już dodatniego odczytu PKB, z czego większość ekspertów obstawia, że gospodarka urośnie o 2-3% w ujęciu zannualizowanym.

Jak więc wygląda kondycja amerykańskiej gospodarki na podstawie danych dostępnych na koniec września? Najbardziej zauważalna jest poprawa koniunktury w przemyśle. Sierpniowy indeks ISM po raz pierwszy od września 2007 roku wyraźnie znalazł się powyżej progu 50 pkt., odgradzającego regres od ekspansji. W ślad za tym poszły oficjalne odczyty produkcji przemysłowej, która nieznacznie wzrosła w lipcu i sierpniu, lecz wciąż jest o przeszło 10% niższa niż przed rokiem. Poza tym wyniki sektora wytwórczego sztucznie (i jednorazowo) poprawiły rządowe dopłaty do sprzedaży nowych aut. Dzięki temu zrestrukturyzowany i znacjonalizowany General Motors mógł się pozbyć pojazdów zalegających na składach. Stąd trop prowadzi w stronę sprzedaży detalicznej, która rosła przez trzy z ostatnich czterech miesięcy. Jednak w relacji rocznej obrotu handlowców są i tak o 5,3% niższe niż przed rokiem. Taki stan rzeczy nie dziwi, jeśli spojrzeć na dochody i wydatki Amerykanów.

Z powodu fatalnej sytuacji na rynku pracy dochody gospodarstw domowych stale maleją. Stopa bezrobocia sięgnęła 9,7% i jest najwyższa od roku 1983. Po raz pierwszy w historii bezrobocie w USA jest wyższe niż w Polsce! Bez uwzględnienia hojnie rozdawanych przez rząd federalny zasiłków dla bezrobotnych (z których korzysta 6,2 mln Amerykanów) oraz bonusów podatkowych dochody ludności spadły o 4,7% r/r. Jakikolwiek nadzieje na poprawę sytuacji bezrobotnych nie znajdują poparcia ekonomistów – nawet urzędowi optymiści z Rezerwy Federalnej spodziewają się, że przez większość 2010 roku stopa bezrobocia pozostanie w okolicy 10%.

Dlatego też największe obawy budzi właśnie konsumpcja, która przez ostatnie dwie dekady napędzała amerykańską gospodarkę i odpowiada za około 70% PKB. Oprócz wysokiego bezrobocia drugim zagrożeniem dla wzrostu wydatków konsumpcyjnych będzie rosnąca stopa oszczędności oraz trwający proces „delewarowania” amerykańskiego konsumenta.



Amerykanie, którzy przez ostatnie lata żyli na kredyt, pod wpływem kryzysu finansowego nagle przypomnieli sobie o oszczędzaniu. Stopa oszczędności w lipcu wyniosła 4,5%, w maju sięgnęła nawet 6,9%, podczas gdy jeszcze w kwietniu 2008 roku była zerowa. W ciągu roku Amerykanie zaoszczędzili przeszło 400 mld \$, które „normalnie” wydali na bieżącą konsumpcję. Według Danych Departamentu Handlu w drugim kwartale konsumpcja prywatna spadła o 1%. Ekonomiści liczą, że w ciągu ostatnich trzech miesięcy konsumpcja napędzana rządowymi dopłatami do sprzedaży samochodów nieznacznie wzrosła.

Drugim czynnikiem, który zapewne będzie zmniejszał wzrost popytu wewnętrznego będzie ograniczona akcja kredytowa. Zadłużeni po uszy Amerykanie powoli zaczynają spłacać swoje zobowiązania (choć nie wszyscy – odsetek niespłaconych kredytów hipotecznych wzrósł do najwyższego poziomu w historii) i raczej nie będą zainteresowani zaciąganiem nowych długów na zakup samochodu czy przysłowiowej „plazmy”. Wymowne są przy tym oficjalne dane Rezerwy Federalnej, według których w ciągu ostatnich 12 miesięcy zadłużenie z tytułu kredytów konsumpcyjnych zmniejszyło się o 10,4%. Tylko w lipcu saldo kredytu zmniejszyło się o rekordowe 21,5 mld \$. I to pomimo tytanicznych wysiłków samego Fed-u, który od roku robi wszystko, by zwiększyć ilość kredytu w gospodarce.

Niemniej jednak ekonomiści liczą, że ożywienie w eksporcie (rósł przez ostatnie trzy miesiące) oraz potrzeba odbudowy zapasów w przedsiębiorstwach doprowadzą do wzrostu PKB. Jednakże ten „wzrost gospodarczy” w znacznym stopniu będzie na kredyt. Już w danych za drugi kwartał widać było, co jest głównym motorem poprawy koniunktury. Wydatki federalne wzrosły o 11% i taka dynamika zostanie zapewne utrzymana lub nawet zwiększona w ciągu dwóch, trzech najbliższych kwartałów. Tyle tylko, że stymulowanie gospodarki bodźcami fiskalnymi samo w sobie nie zapewni stabilnego rozwoju. Ponadto skutkiem ekspansywnej polityki fiskalnej jest sięgający 12% PKB deficyt budżetowy i dług publiczny zbliżający się do 100% PKB. W najbliższych latach Stany Zjednoczone będą więc poważnie osłabione koniecznością spłaty odsetek od pęczniejącego zadłużenia – nawet przy obecnym, nadzwyczajnie niskim oprocentowaniu obligacji (rentowność papierów 10-letnich wynosi 3,5%) największa gospodarka świata będzie przeznaczala 3-5% swojego dochodu na spłatę odsetek od rządowego długu. W dłuższej perspektywie oznacza to nieuchronny wzrost podatków i osłabienie kondycji gospodarki.

Podobne zagrożenie dotyczy skrajnie ekspansywnej polityki pieniężnej. W sierpniu dynamika podaży pieniądza M1 sięgnęła 18,5% r/r! Konia z rzędem temu, kto udowodni, iż tak silny „dodruk” pieniądza przez bank centralny nie przełoży się na wyraźny wzrost wskaźnika CPI. Wtedy Fed będzie musiał albo podnieść stopy procentowe dławiąc rodzący się wzrost gospodarczy, albo pozwolić rosnąć hydrze inflacji (co moim zdaniem jest bardziej prawdopodobne), doprowadzając za kilka lat do jeszcze głębszego kryzysu.

W ten sposób otrzymujemy obraz gospodarki, która co prawda najprawdopodobniej znów rośnie, ale wzrost ten ma niestabilne fundamenty i może mieć jedynie korekcyjny charakter. Przed nami coraz wyraźniej rysuje się scenariusz recesji „typu W”. Czyli po jesienno-zimowym załamaniu jesteśmy świadkami przejściowego ożywienia, które doprowadzi nas jedynie do drugiej fali kryzysu. Z tymże nikt jeszcze nie wie, kiedy gospodarka USA znów pogrzebie się w recesji (czasem mówi się o drugiej połowie przyszłego roku lub roku 2011) i jak dotkliwe będą jej skutki.

Krzysztof Kolany
Analityk Bankier.pl

Komentarz: polski Misery Index Bankier.pl

Co prawda nieco ubyło klientów drogi galeriom handlowych, ale znalezienie dobrego miejsca parkingowego przed hipermarketem przynajmniej w weekendy wciąż graniczy z cudem (patrz: statystyki sprzedaży detalicznej).

Powyższy wykres dobitnie pokazuje, dlaczego Polacy w większości nie odczuwają skutków globalnej recesji. Obecny poziom indeksu nędzy jest tylko nieznacznie wyższy od wartości z poprzednich dwóch lat – czyli szczytu ostatniego boomu gospodarczego. W sierpniu wartość indeksu nędzy dla Polski wyniosła 12,0. Największy wpływ na relatywnie wysoki poziom polskiego indeksu nędzy (w USA wynosił w sierpniu 8,2, a w strefie euro 8,8) miało bezrobocie, które Eurostat oszacował na 8,3% (GUS aż na 10,8%). Ale Polskę na tle państw rozwiniętych gospodarczo (gdzie przecież recesja jest nieporównywalnie głębsza) odróżnia relatywnie wysoka inflacja, która w sierpniu ukształtowała się na poziomie 3,7% i zapewne utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie przez najbliższe kwartały. W tym samym czasie w USA panuje największa od pół wieku deflacja wywołana spadkiem cen paliw, co poprawia siłę nabywczą amerykańskiego konsumenta.

Choć Polacy w ciągu ostatnich lat przyzwyczaili się do dwukrotnie wyższego niż obecnie poziomu indeksu nędzy, to jed-



nak perspektywy na najbliższe miesiące nie wyglądają zbyt różowo. Bazując na czerwcowej projekcji Narodowego Banku Polski można założyć, że do końca roku indeks nędzy będzie systematycznie rósł, stabilizując się zimą na poziomie ok. 12,5 i wyrównując w ten sposób ostatnie maksimum z grudnia 2007 roku. Nie jest to wynik skłaniający do niepokoju, jednakże kontrast z czasami niedawnej prosperity będzie już dość widoczny, co z pewnością nie przełoży się na poprawę nastrojów społecznych.

kk

Podsumowanie wydarzeń

Spółką miesiąca został koncern General Electric, zwany przez inwestorów amerykańską gospodarką w pigułce. Od początku września walory tego przemysłowo-financego konglomeratu dały zarobić 22,4% - nieźle jak na stabilną spółkę z indeksu Dow Jonesa. Obecnie jedna akcja GE kosztuje 17\$, podczas gdy w marcu jej cena wynosiła 6,66\$. Tak silne odbicie kursu GE może obrazować stan amerykańskiej gospodarki, w której produkcja przemysłowa rosła przez dwa ostatnie miesiące.

Największa transakcja miesiąca wyróżniła się tym... że jeszcze nie doszła do skutku i nie wiadomo czy w ogóle dojdzie. Otóż amerykański koncern spożywczy Kraft Foods zaproponował przejęcie brytyjskiej firmy Cadbury, wykładając na stół 16 mld dolarów (w postaci własnych akcji i gotówki). Problem w tym, że Brytyjczykom wcale się do tej fuzji nie spieszy, mimo że analitycy dostrzegają spore efekty synergii z połączenia obu spółek. Globalne korporacje znów chcą wydawać miliardy dolarów na fuzje i przejęcia, co wywołuje lepsze humory wśród inwestorów.

Wydarzeniem miesiąca, przynajmniej w Polsce, był przedstawiony przez ministra finansów poziom deficytu budżetowego. „Dziura Rostowskiego” ziejąca na głębokość 55,2 mld zł zmroziła analityków, choć wielu ekonomistów przyznawało, że to tylko urealnienie budżetu. Przy założeniu pełnego fiaska programu prywatyzacji oznacza to, że tylko w 2010 roku rząd zadłuży każdego Polaka na kwotę 1.368 złotych (to więcej niż miesięczna pensja minimalna!). Niektórzy eksperci sądzą jednak, że faktyczny deficyt całego sektora finansów publicznych będzie jeszcze większy i może sięgnąć 100 mld \$. Jednak rynki finansowe nie zbyt się tą informacją przejęły – w końcu czym jest deficyt rzędu 4,1% PKB wobec przeszło 13% w USA? Niemniej jednak minister finansów będzie się musiał nieźle nagimnastykować, żeby uplasować taką emisję długu, nie zwiększając znacząco kosztów jego obsługi.

Miano wypowiedzi miesiąca zajęła chyba pierwsza od początku bessy telewizyjna reklama funduszu akcji. Kampanię promującą fundusz UniKorona Akcje rozpoczął Union Investment TFI, kusząc klientów przeszło 50-procentową stopą zwrotu (lepszą od WIG-u 20) za ostatnie sześć miesięcy. Czy zniechęceni do funduszy Polacy znów zaufają zarządzającym? Czy to początek nowej hossy, czy też reklama ta jest jednym z sygnałów potwierdzających, że mamy do czynienia z klasyczną „zwykłą frajerów”?

Rynek miesiąca

Wrzesień pomimo nowych maksimów na Wall Street i tegorocznych rekordów słabości dolara bezapelacyjnie należał do rynku złota. Żółty metal po raz pierwszy w historii zakończył dwa tygodnie z rzędu na czterocyfrowych poziomach. Uncja złota kosztowała nawet 1.024\$, co było wynikiem tylko o osiem dolarów niższym od nominalnego szczytu wszech czasów z marca 2008 roku. Ten szlachetny metal 24. września kosztował 1.018\$, startując z pułapu 950\$, co oznacza wzrost o 7,2%. Wzrost cen złota w połączeniu z nowymi szczytami giełdowych indeksów i kielkującym ożywieniem gospodarczym wzbudził jednak obawy niektórych inwestorów. W końcu zwiększony popyt na tak bezpieczną inwestycję nie wróży niczego dobrego, a najpewniej zapowiada mocno korekcyjną jesień na rynkach akcji.

Spektakularna zwyżka notowań żółtego kruszcu wzbudziła wiele spekulacji co do jej przyczyn. Analitycy najczęściej wymieniają wpływ słabnącego dolara, który we wrześniu szybko tracił względem euro, jena, a wobec koszyka walut (Dollar Index) był najsłabszy od roku. Deprecjacja dolara sprawiła, że złoto stało się tańsze dla inwestorów spoza USA. Dodatkowo osłabienie „zielonego” zawsze wzbudza obawy przed utratą statusu najważ-

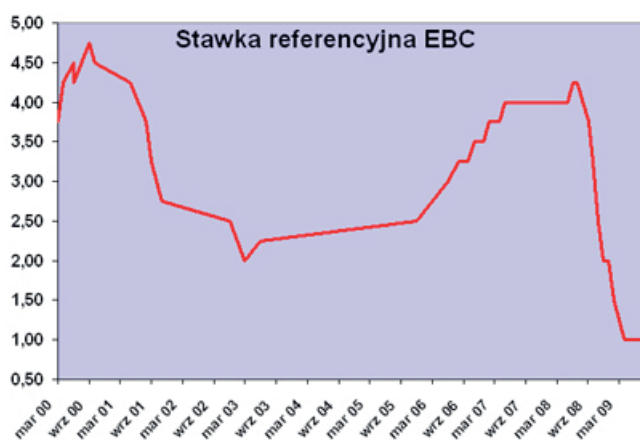
czytaj dalej na stronie 5 ▶

niejszej waluty rezerwowej przez amerykański pieniądź. Ale prawdziwej przyczyny wzrostu notowań kruszcu należy chyba szukać w działaniach spekulantów na rynku terminowym. Na nowojorskim Comexie długa pozycja netto w kontraktach na złoto w gronie dużych inwestorów (czyli wszelkiej maści funduszy inwestycyjnych) sięgnęła historycznie wysokich poziomów. To przy relatywnej słabości popytu na realne sztaby i monety pozwala przypuszczać, że wrześniowa zwyżka cen złota ma wybitnie spekulacyjny i krótkotrwały charakter. Niemniej jednak w dłuższym terminie metale szlachetne wciąż mają fenomenalne perspektywy zapewniane przez ciągły dodruk pieniądza z Rezerwy Federalnej i innych banków centralnych.



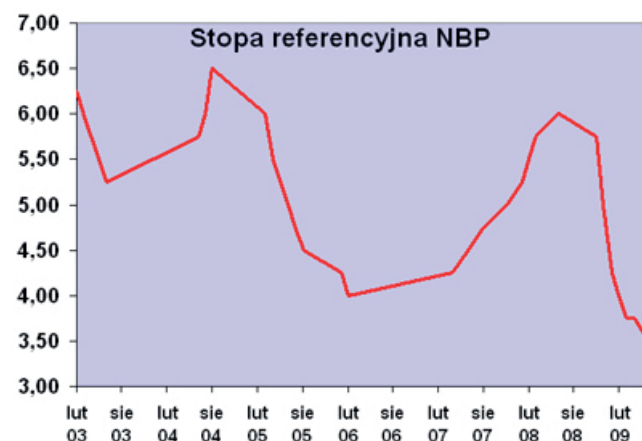
Polityka pieniężna

Wrześniowe decyzje największych banków centralnych nie zaskoczyły rynków. Zarówno Europejski Bank Centralny, jak i Bank Anglii oraz amerykańska Rezerwa Federalna pozostawiły stopy procentowe na historycznie niskich poziomach (odpowiednio: 1%, 0,5% i 0-0,25%). Co więcej, władze monetarne dały jasno do zrozumienia, że urzędowe ceny pieniądza nie wzrosną przynajmniej do końca roku. Tak więc temat zaostrzania polityki pieniężnej istnieje na razie tylko w rozważaniach najbardziej długoterminowo myślących strategów.



Zdaniem Rady

Podobnie, lecz jednak nieco inaczej, sytuacja wygląda w Polsce. U nas cykl obniżek zakończył się nie dzięki poprawie kondycji gospodarki, ale z powodu wysokiej inflacji, która od dwóch lat beczelnie wymyka się z zasięgu celu RPP.



Jednak niepopularne decyzje o podwyżkach stóp procentowych zapewne będzie musiała podjąć następna Rada. Kadencja obecnej upływa wraz z końcem roku i wątpliwe jest, by w tym gronie znalazła się większość będąca w stanie przegłosować „głębokiego” prezesa Sławomira Skrzypka.

Niezbędnik makroekonomiczny

Gospodarka polska

Wskaźniki	Okres	Wartość
Bilans obrotów bieżących	VI 2009	459 mln euro
Inflacja m/m	VIII 2009	0,4%
Inflacja r/r	VIII 2009	3,7%
Stopa bezrobocia	VIII 2009	10,8%
Produkcja przemysłowa r/r	VIII 2009	-0,2%
PKB r/r	Q2 2009	1,1%
Sprzedaż detaliczna r/r	VIII 2009	5,2%
Przeciętne wynagrodzenie	Q2 2009	3.081,48 zł
Pengab	IX 2009	18,9 pkt.
PMI dla przemysłu	VI 2009	23,4

Strefa euro

Wskaźniki	Okres	Wartość
Inflacja r/r	VIII 2009	-0,2%
Produkt Krajowy Brutto r/r	Q2 2009	-4,7%
Produkcja przemysłowa r/r	VII 2009	-,0%
PMI przemysł	IX 2009	49,0 pkt.
PMI usługi	IX 2009	50,6 pkt.
Sprzedaż detaliczna r/r	VII 2009	-1,8%
Stopa bezrobocia	VII 2009	9,5%

Gospodarka amerykańska

Wskaźniki	Okres	Wartość
Indeks zaufania konsumentów	VIII 2009	54,1 pkt.
Inflacja r/r	VIII 2009	-1,5%
Produkt Krajowy Brutto r/r	Q2 2009	-1,0%
Produkcja przemysłowa r/r	VIII 2009	-10,7%
Sprzedaż detaliczna r/r	VIII 2009	-5,3%
ISM przemysł	VIII 2009	52,9 pkt.
ISM usługi	VIII 2009	48,4 pkt.
Sprzedaż nowych domów	VII 2009	433 tys.
Stopa bezrobocia	VIII 2009	9,7%

Źródło:

<http://www.bankier.pl/inwestowanie/>

Podstawowe stopy procentowe

Kraj	Stopa procentowa	Ostatnia zmiana pb.	Data ostatniej zmiany
Strefa euro	1,00	-25	07 V 2009
Stany Zjednoczone	0,00-0,25	-75	18 XII 2008
Japonia	0,10	-20	19 XII 2008
Chiny	5,31	-57	23 XII 2008
Szwajcaria	0,25	-25	12 III 2009
Wielka Brytania	0,50	-50	05 III 2009
Polska	3,50	-25	24 VI 2009
Australia	3,00	-25	07 IV 2009
RPA	7,00	-50	14 VIII 2009