

Tygodnik ekonomiczny

3 – 9 kwietnia 2006

Miniony tydzień upłynął pod znakiem decyzji banków centralnych. O ile piętnasta z rzędu podwyżka stóp przez Fed, mimo że oczekiwana, zdołała wyraźnie zachwiać nastrojami na rynkach naszego regionu, to równie powszechnie spodziewana decyzja RPP o pozostawieniu stóp bez zmian przeszła niemal bez echa. Zarówno sama decyzja Rady, jak i jej uzasadnienie, a także późniejsze wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej potwierdzają naszą opinię, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian do końca tego roku.

Pierwszy tydzień nowego miesiąca jak zwykle będzie okresem przerwy w publikacji krajowych danych. We wtorek rozpoczyna się kolejne posiedzenie Sejmu, na którym będzie rozważany wniosek PiS o samorozwiązanie parlamentu. Jego wynik wydaje się jednak przesądzony, ponieważ większość partii (mająca większość głosów) opowiada się przeciw przedterminowym wyborom. W takiej sytuacji uczestnicy rynku będą analizować możliwy dalszy rozwój sytuacji na scenie politycznej. Większy wpływ na notowania złotego i ceny polskich obligacji będą jednak prawdopodobnie miały tendencje na rynkach zagranicznych. Z tego punktu widzenia najbliższy tydzień przyniesie sporo ważnych informacji. W USA oraz strefie euro opublikowanych zostanie kilka istotnych wskaźników aktywności gospodarczej, a w piątek bardzo ważne dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, które mogą być wskazówką co do kolejnych decyzji Fed-u i EBC. Najbliższe posiedzenie EBC, w czwartek, nie powinno na razie przynieść kolejnej podwyżki stóp procentowych.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

CZAS W-wa	KRAJ	WSKAŹNIK (poziom ważności*)	OKRES	PROGNOZA		OSTATNIA WARTOŚĆ	
				RYNEK	BZWBK		
PONIEDZIAŁEK (3 kwietnia)							
11:00	POL	Przetarg 0,7 mld zł 26-tyg. i 1,0 mld zł 52-tyg. bonów skarbowych (U)					
10:00	EMU	PMI sektor wytwórczy (W)	III	pkt	55,0	-	54,5
16:00	USA	ISM sektor wytwórczy (W)	III	pkt	57,9	-	56,7
WTOREK (4 kwietnia)							
	POL	Początek 4-dniowych obrad Sejmu (W)					
11:00	EMU	PPI (U)	II	% r/r	5,4	-	5,3
11:00	EMU	Stopa bezrobocia (U)	II	%	8,3	-	8,3
ŚRODA (5 kwietnia)							
11:00	POL	Aukcja 3,6 mld zł obligacji 2-letnich OK0408 (W)					
10:00	EMU	PMI sektor usług (W)	III	pkt	58,3	-	58,2
11:00	EMU	Sprzedaż detaliczna (W)	I	% r/r	1,2	-	0,9
16:00	USA	ISM sektor usług (W)	III	pkt	59,0	-	60,1
CZWARTEK (6 kwietnia)							
12:00	GB	Spotkanie BoE – decyzja (U)	IV	%	4,5	-	4,5
13:45	EMU	Spotkanie EBC – decyzja(W)	IV	%	2,5	-	2,5
PIĄTEK (7 kwietnia)							
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (W)	III	'000	190,0	-	243,0
14:30	USA	Bezrobocie (W)	III	%	4,8	-	4,8
16:00	USA	Zapasy hurtowe (W)	II	%	0,5	-	0,1

* - poziom ważności: (W)ysoki, (U)miarkowany; Źródło: Parkiet, Reuters, BZ WBK

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

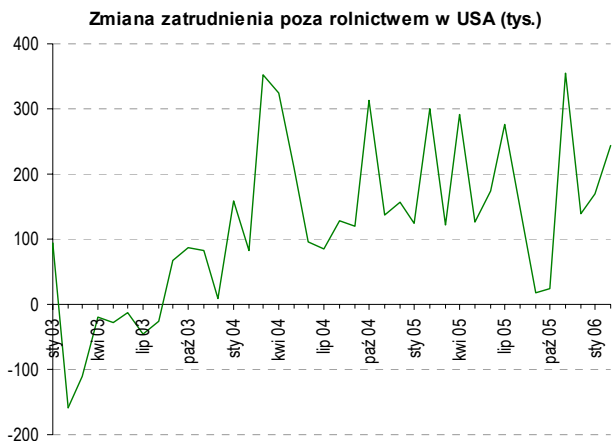
Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

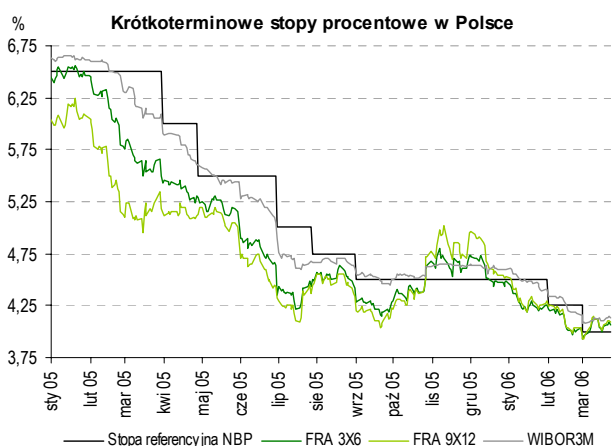
e-mail: ekonomia@bzwbk.pl

Wydarzenia nowego tygodnia – Kiedy stabilizacja w polityce, co ze stopami na świecie?



- Początek miesiąca jak zwykle będzie okresem przerwy w publikacji danych krajowych.
- We wtorek rozpoczyna się kolejne posiedzenie Sejmu, na którym będzie głosowany wniosek o samorozwiązanie parlamentu. Stanowiska różnych partii wskazują, że wniosek nie ma szans na uchwalenie. W tej sytuacji kluczowe będzie co dalej – czy PiS zdecyduje się na koalicję z Samoobroną i PSL lub LPR? Czy będzie to miało wpływ na politykę rządu? Czy dojdzie do zmiany ministra finansów? Te kwestie mogą niekorzystnie wpływać na nastroje uczestników rynku.
- Większe znaczenie powinny jednak mieć wydarzenia na zagranicznych rynkach. Najbliższy tydzień przyniesie wiele ważnych danych w USA i strefie euro. W piątek podane zostaną bardzo ważne dane o zatrudnieniu w USA, które mogą być wskazówką co dalej z polityką pieniężną Fed-u. Tymczasem, na posiedzeniu w najbliższym tygodniu EBC powinien na razie wstrzymać się z kolejną podwyżką.

Miniony tydzień w gospodarce – Stopy procentowe bez zmian, podatkowe też



- Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian w marcu, co było zgodne z oczekiwaniami i nie miało wpływu na rynek finansowy.
- Decyzja została uzasadniona tym, że wzrost popytu krajowego i jednostkowych kosztów pracy będzie stopniowo zwiększał inflację w kierunku celu inflacyjnego w średnim okresie, chociaż w dwóch najbliższych kwartałach CPI pozostanie na niskim poziomie.
- Chociaż oficjalne komunikaty RPP często były obciążone nadmiernie „jastrzębim” punktem widzenia, to najnowsze wypowiedzi członków RPP sugerują, że komunikat z tego miesiąca w miarę dobrze oddaje sposób myślenia większości członków Rady. Potwierdził to m.in. czwartkowy wywiad agencji Reuters z Janem Czekajem (patrz niżej).
- Utrzymujemy opinię, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca tego roku.

Działania, mające na celu redukcję obciążeń fiskalnych

Obniżenie składki rentowej do 9% z 13% i na ubezpieczenie chorobowe do 1,8% z 2,45%. Zmiany te mają wejść w życie 1 stycznia 2007 r.

Obniżenie stawek PIT do 18 i 32% od 2009 r. Waloryzacja progów podatkowych i kwoty wolnej od podatku (być może już w przypadku 2006 r.), zamrożonych przez poprzedni rząd w 2002 r. Stopniowe wprowadzenie ulg prorodzinnych.

Szereg zmian upraszczających przepisy związane z podatkiem VAT i bardziej korzystny sposób rozliczania amortyzacji.

...oraz sposoby sfinansowania tych działań

3,6 mld zł z tytułu zmian w podatku akcyzowym: zrównanie akcyzy na olej opałowy z akcyzą na olej napędowy (już od września 2006 r.), powrót do poziomu akcyzy na paliwa do poziomu sprzed obniżki we wrześniu 2005 r., dostosowanie (podwyżka) stawek akcyzy na inne dobra do regulacji UE.

1,5 mld zł z tytułu uporządkowania systemu podatkowego.

4,1 mld zł z tytułu eliminacji ulgi remontowej i innych ulg, oraz dzięki lepszej ściągłości podatków.

- Propozycje redukcji obciążeń fiskalnych, przedstawione przez MinFin, mogą przynieść pewne pozytywne zmiany na rynku pracy. Szkoda tylko, że proponowana redukcja klina podatkowego jest tak umiarkowana i jest finansowana z podwyżek innych podatków. Podatki pośrednie również mogą wpływać na całkowity klin podatkowy, gdyż zwiększają różnicę pomiędzy całkowitym kosztem pracy płaconym przez pracodawcę, a efektywną konsumpcją pracobiorcy.
- Polska gospodarka potrzebuje redukcji podatków w stosunku do PKB, a proponowane zmiany na to pozwolą.
- Z drugiej strony, proponowane zmiany są neutralne dla budżetu, a bardziej odważna reforma podatkowa mogłaby doprowadzić do wzrostu deficytu budżetowego w warunkach politycznych ograniczających obniżenie wydatków.
- Pozostaje pytanie czy zostaną przyjęte przez parlament nawet tak ostrożne zmiany jak zaproponowane w piątek przez minister Gilowską.

Cytat tygodnia – Nie ma potrzeby zmieniać stóp procentowych

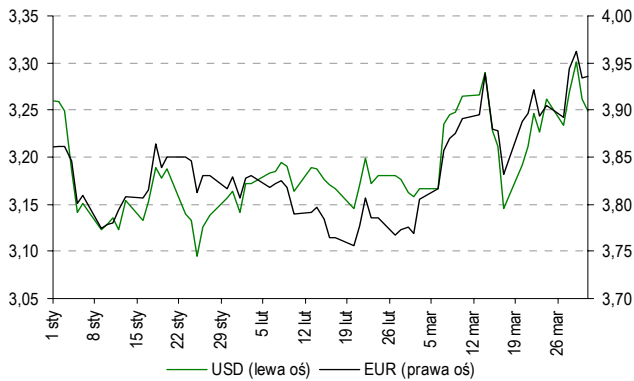
Jan Czekaj, członek RPP; Reuters, 30 marca

Stopy realne na poziomie około 2,5-3 procent wydają się być odpowiednie dla naszej gospodarki. Jesteśmy w dobrej sytuacji. Według dzisiejszej wiedzy na temat stanu i perspektyw polskiej gospodarki, nie ma potrzeby ruchu stóp ani w jedną ani w drugą stronę. (...) Jednocześnie trzeba pamiętać, że kurs szybko wpływa na inflację, kanał kursowy jest szybszy niż stopy. Głębsze osłabienie złotego przyspieszyłoby powrót inflacji do celu.

Wypowiedzi Jana Czekaja, uważanego za jednego z „gołębi” w Radzie, potwierdzają nasz pogląd, że w przewidywalnej przyszłości podstawowe stopy procentowe pozostaną bez zmian. Ich zmiana stałyby się możliwa jedynie w przypadku znacznej zmiany obrazu przyszłej sytuacji gospodarczej i perspektyw inflacji. Naszym zdaniem kwietniowa projekcja inflacji nie przyniesie tak istotnej poprawy przyszłej ścieżki inflacji, aby przekonać większość członków Rady do ponownego cięcia stóp.

Monitor rynku

Kurs złotego

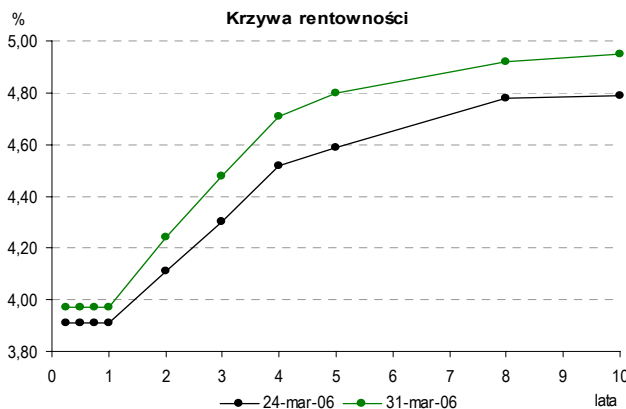


Dalszy odpływ kapitału z rynków regionu

▪ Zgodnie z tym co pisaliśmy w poprzednim raporcie złoty i inne waluty regionu osłabiły się w ciągu tygodnia głównie w związku z bardziej jastrzębim komunikatem Fed i sytuacją na rynkach bazowych. Osłabienie na rynku amerykańskim i w strefie euro, spowodowało dalszy odpływ kapitału z rynków wschodzących w poszukiwaniu wyższych rentowności. W ciągu tygodnia złoty stracił ok. 1% do euro oraz ok. 0,2% do dolara.

▪ W związku z rosnącymi rentownościami obligacji w USA, osłabienie złotego w dużej części jest wynikiem strukturalnej zmiany przepływów kapitału. W tym tygodniu niepewność polityczna może negatywnie oddziaływać na kurs złotego. Oczekujemy, że kurs EURPLN będzie się wahał w przedziale 3,9-4,0, a USDPLN między 3,21 i 3,31.

Krzywa rentowności

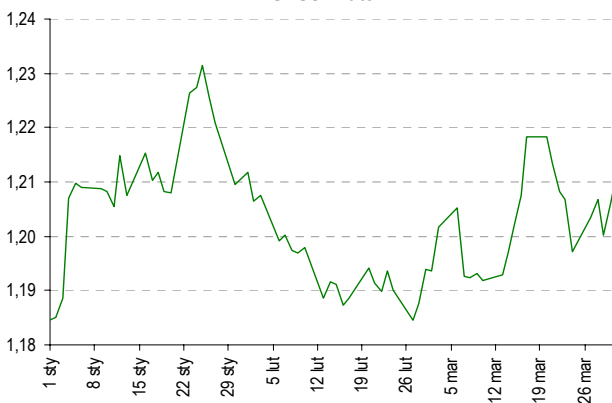


Rynki bazowe dalej osłabiają polski rynek

▪ Po lekkim umocnieniu na początku tygodnia polski dług osłabił się w reakcji na wzrost rentowności niemieckich Bundów oraz amerykańskich papierów skarbowych. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami decyzja o pozostawieniu stóp bez zmian i komunikat RPP miały neutralny wpływ na rynek. Od poprzedniego piątku rentowności obligacji wzrosły o ok. 13-21 pb, a krzywa lekko się wystromiła.

▪ Rentowności obligacji mogą w dalszym ciągu rosnać z uwagi na dalsze osłabienie na rynkach bazowych, co może spowodować odpływ kapitału i osłabić złotego. Wówczas przy niesprzyjającym klimacie politycznym nawet pozytywna projekcja inflacji może nie być wystarczającym argumentem do kolejnych cięć stóp przez RPP. Popyt na aukcji obligacji 2-letnich pokaże częściowo nastawienie inwestorów do Polski.

EURUSD rate

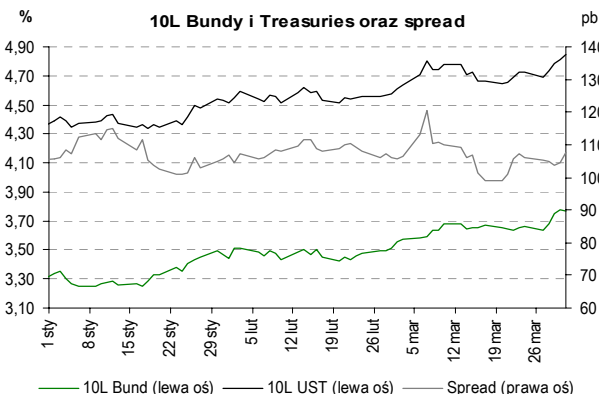


Osłabienie dolara

▪ Od poprzedniego piątku dolar osłabił się do euro o ok. 0,3%. Początkowo waluta amerykańska lekko umacniała się w oczekiwaniu na posiedzenie Fed. Najwyższy od 15 lat indeks Ifo, wypowiedzi prezesa EBC oraz plotki o dywersyfikacji rezerw przez część banków centralnych spowodowały spore umocnienie euro. Komunikat Fed był dosyć jastrzębi, a dane makro pozytywne, co zwiększyło oczekiwania na kolejne podwyżki stóp w USA, a dolar odrobił część strat.

▪ W nadchodzącym tygodniu euro może nieco umocnić się do dolara. Wskaźniki aktywności ISM oraz PMI mogą pokazać, że gospodarka strefy euro oraz Stanów Zjednoczonych jest w coraz lepszym stanie. Ponadto kluczowy dla kursu EURUSD będzie komunikat EBC, który w obliczu ostatnich wypowiedzi Tricheta może być jastrzębi. Dane o zatrudnieniu w USA również mogą być decydujące.

10L Bundy i Treasuries oraz spread



Ifo, Trichet i Fed powodują wzrost rentowności

▪ Amerykańskie Treasuries osłabiły się w związku z komunikatem Fed raz po publikacji danych makro, kiedy to wzrosły oczekiwania na dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej i w rezultacie rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły z 4,69% do 4,83%. Do wzrostu rentowności 10-letnich Bundów z 3,67% do 3,75% przyczynił się wysoki indeks Ifo, oraz jastrzębia wypowiedź Tricheta.

▪ Oczekujemy, że na posiedzeniu ECB stopy w strefie euro pozostaną bez zmian a w komunikacie EBC upewni rynek w sprawie podwyżki w maju i być może zasugeruje kolejne ruchy, a rentowności na rynkach bazowych mogą dalej rosnać. Istotne dla zagranicznego długu mogą być wskaźniki aktywności oraz dane z rynku pracy.

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. 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 wynikać. 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. lub Grupy AIB 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



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group