

# Codziennik – przegląd wiadomości

## W polityce wciąż duża dynamika

19 stycznia 2006

Sytuacja na polskiej scenie politycznej jest nadal bardzo dynamiczna. O ile dwa dni temu okazało się, że Prezydent Lech Kaczyński może rozwiązać parlament już na początku lutego, jeśli budżet nie zostanie przyjęty do końca stycznia, to wczoraj pojawiła się szansa, że jednak nie dojdzie na wiosnę do wyborów. Lider PiS zaproponował „plan stabilizacyjny” na 6 miesięcy, który zakłada, że opozycja poprzez 11 najważniejszych projektów ustaw i nie będzie próbować odwoływać ministrów, a po tym okresie mógłby zostać utworzony rząd koalicyjny. Chociaż liderzy PiS nadal sugerują, że najbardziej pożądana byłaby koalicja z PO, to Platforma jest przeciwna przedstawionemu planowi. Trzy małe kluby parlamentarne (Samoobrona, LPR i PSL) wstępnie zaakceptowały jednak „plan stabilizacyjny”, co oznacza, że PiS może odzyskać poparcie większości w Sejmie na kilka miesięcy (do następnego kryzysu?). Cóż, sytuacja może ponownie ulec zmianie i niepewność polityczna będzie się jeszcze przez pewien czas utrzymywać, mogąc być istotnym czynnikiem wpływającym na rynek. Kurs złotego wczoraj ponownie osłabł, ale z drugiej strony wysoki popyt na aukcji 5-letnich obligacji pokazał, że ostatnie wzrosty rentowności były postrzegane przez niektórych inwestorów jak dobra okazja do otwarcia pozycji w polskich aktywach.

Ministerstwo Finansów opublikowało wczoraj informację na temat aktualizacji Programu Konwergencji. Deficyt fiskalny na 2007 r. został w nim zaplanowany na poziomie 2,2% PKB (tak samo jak w poprzedniej wersji Programu), co oznacza, że co najmniej do 2007 r. Polska nie zredukuje nadmiernego deficytu, jeśli instytucje UE nie zmienią swojego stanowiska w sprawie klasyfikacji otwartych funduszy emerytalnych. Jest to dość negatywna informacja, szczególnie, że zakładany na 2007 r. cel (deficyt na poziomie 2,2%) wydaje się dyskusyjny, biorąc pod uwagę obniżenie prognozy wzrostu PKB o 1 pkt proc.

## Gorące wydarzenia

### Dziś dane o produkcji i PPI

Kolejna porcja danych makro, która będzie ważna w kontekście nadchodzącej decyzji RPP, pojawi się dziś o godzinie 16-tej. Urząd statystyczny opublikuje dane o produkcji w przemyśle i budownictwie oraz PPI. Przewidujemy solidny wzrost produkcji przemysłowej o 8,4% r/r, oznaczające utrzymanie silnego trendu wzrostowego, oraz wzrost cen produkcji o 0,9% r/r, czyli pierwszy raz na plusie po kilku miesiącach spadków. Prognozy rynkowe wzrostu w przemyśle wahają się między 4,0% a 10,9% r/r z medianą 7,9% r/r, a prognozy PPI od 0,0% do 1,0% z medianą 0,8% r/r. Jeśli dane o produkcji i cenach w przemyśle nie okażą się wyraźnie wyższe od oczekiwań, mogą wzmocnić przekonanie inwestorów w kolejnej obniżce stóp procentowych w styczniu.

**Konkluzja:** *Dzisiejsze dane nie powinny zmienić oczekiwań na styczniową obniżkę stóp procentowych.*

**Kolejna porcja danych  
makroekonomicznych**

**Maciej Reluga** Główny Ekonomista 022 586 8363

**Piotr Bielski** 022 586 8333

**Piotr Bujak** 022 586 8341

**Cezary Chrapek** 022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

### Bez pozytywnych informacji w programie konwergencji

### Deficyt fiskalny powyżej 3% PKB jeśli nie będzie zmiany klasyfikacji OFE

### Ścieżka redukcji deficytu niespójna z kotwicą 30 mld

### Niższe prognozy PKB

### Agencje ratingowe jeszcze poczekają

## Polska nie spełni kryteriów z Maastricht do roku 2007

Wczoraj wieczorem rząd opublikował krótką informację na temat aktualizacji Programu Konwergencji (pełny tekst nie został ujawniony). Treść dokumentu nie zawiera informacji, które mogłyby się spotkać z ciepłym przyjęciem Komisji Europejskiej, agencji ratingowych, czy rynków finansowych. W szczególności, rząd stwierdził, że Polska nie obniży nadmiernego deficytu fiskalnego do roku 2007 jeśli instytucje unijne nie zmienią swojego stanowiska w sprawie klasyfikacji polskich funduszy emerytalnych (OFE są integralną częścią nowego, obowiązkowego systemu emerytalnego wprowadzonego w 1999). Przy obecnej klasyfikacji OFE przez UE, deficyt fiskalny Polski jest ok. 2 pkt. proc. wyższy niż obliczany według polskiej klasyfikacji. Jednak Polska uzyskała zgodę na skorygowanie raportowanego deficytu o część kosztów reformy emerytalnej, malejącą stopniowo z 80% całości w 2006 r., 60% w 2007, 40% w 2008, 20% w 2009 i 0% w 2010. W rezultacie, jeśli deficyt fiskalny w roku 2007 został zaplanowany na poziomie 2,2% PKB (taki sam poziom, jak w poprzednim programie konwergencji), to należy dodać do tego 0,84% PKB, co odpowiada za 40% wartości transferów z budżetu do OFE w 2007 roku (oszacowanej w programie konwergencji na 2,1% PKB). Dałoby to poziom deficytu lekko powyżej 3%, tj. poziomu kryterium. Czy oznacza to, że nowa wersja Programu Konwergencji zakłada mniej ambitną ścieżkę redukcji nierównowagi fiskalnej? Z pewnością nie spodoba się to Komisji Europejskiej. Polska prawdopodobnie będzie podkreślała swój sukces w spełnieniu kryteriów biorąc pod uwagę własną klasyfikację OFE. Według tych wyliczeń deficyt fiskalny w 2005 roku wyniósł zaledwie 2,9% PKB, czyli o 1 pkt. proc. mniej niż w 2004, a dług publiczny spadł do 41,9% PKB.

Co ciekawe, zakładana ścieżka redukcji deficytu wydaje się niespójna z tzw. kotwicą budżetową nowego rządu, tj. strategią utrzymania deficytu na stabilnym poziomie 30 mld zł. Według nowego Programu Konwergencji deficyt sektora general government wyniósłby 26 mld zł w 2007 r. Oczywiście jeśli miałby to być nowy cel rządu, byłaby to wiadomość pozytywna, ale czy przypadkiem wartość ta nie została po prostu sztucznie zaniżona aby przedstawić bardziej pozytywny obraz sytuacji?

Dodatkowo, deficyt na poziomie 2,2% PKB w 2007 roku został utrzymany pomimo obniżenia prognozy wzrostu gospodarczego (z 5,6% do 4,6%), co może wzbudzić podejrzenia co do spójności programu. Co ciekawe, Ministerstwo Finansów założyło utrzymanie oficjalnych stóp procentowych na stabilnym poziomie 4,5% do roku 2008.

### Deficyt fiskalny\* (% PKB)

|                            | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|----------------------------|------|------|------|------|
| Wersja zaktualizowana      | -2.9 | -2.6 | -2.2 | -1.9 |
| Wersja z listopada 2004 r. | -3.9 | -3.2 | -2.2 | -    |

Podczas gdy decyzje dotyczące polityki fiskalnej opóźniają się, agencja ratingowa S&P poinformowała wczoraj, że utrzymuje pozytywną perspektywę zmiany polskiego ratingu (wysokie prawdopodobieństwo podwyżki), ale poprawy oceny wiarygodności kredytowej Polski nie należy się spodziewać zanim rząd nie przedstawi planu zmian w systemie podatkowym oraz nie będzie znany przynajmniej zarys budżetu na 2007 r.

**Konkluzja:** Niepewność dotycząca polityki fiskalnej w średnim okresie jest nadal bardzo duża. Rząd kontynuuje dość ryzykowną grę z Komisją Europejską, ponieważ nie planuje obniżyć deficytu fiskalnego poniżej 3% do 2007 r. To nie jest dobra wiadomość dla rynku.

## Monitor rynku

### Notowania złotego (18.01.2006)

|     | Min    | Max    | Fixing |
|-----|--------|--------|--------|
| EUR | 3,8440 | 3,8675 | 3,8643 |
| USD | 3,1700 | 3,1900 | 3,1887 |

### Kursy walutowe (dzisiejsze otwarcie)

|         |        |         |        |
|---------|--------|---------|--------|
| EURUSD  | 1,2088 | CADPLN  | 2,7197 |
| USDPLN  | 3,1863 | DKKPLN  | 0,5166 |
| EURPLN  | 3,8514 | NOKPLN  | 0,4743 |
| CHFPLN  | 2,4896 | SEKPLN  | 0,4137 |
| JPYPLN* | 2,7667 | CZKPLN  | 0,1337 |
| GBPPLN  | 5,6217 | HUFPLN* | 1,5299 |

\*100 jednostek

### Aukcja obligacji skarbowych (18.01.2006)

|     | Podaż | Popyt   | Sprzedaż | Średnia rentow. |
|-----|-------|---------|----------|-----------------|
|     |       | mln PLN |          |                 |
| 5Y* | 3 600 | 11 996  | 3 600    | 4.893           |

\* with supplementary auction

### Rentowności na rynku wtórnym (18.01.2006)

| Bony      | Rentowność | Zmiana (pb) |
|-----------|------------|-------------|
| 3M        | 4,20       | -5          |
| 6M        | 4,20       | -5          |
| 9M        | 4,20       | 0           |
| 12M       | 4,22       | 3           |
| Obligacje | Rentowność | Zmiana (pb) |
| 2L        | 4,46       | 4           |
| 3L*       | 4,66       | 2           |
| 4L        | 4,8        | 4           |
| 5L**      | 4,87       | 6           |
| 8L        | 4,92       | 7           |
| 10L       | 4,97       | 7           |

\*DS0509, \*\*DS1110

### Stawki WIBOR (18.01.2006)

| Termin | Stawki | Zmiana (pb) |
|--------|--------|-------------|
| O/N    | 4,52   | -2          |
| T/N    | 4,54   | -2          |
| SW     | 4,56   | -1          |
| 2W     | 4,56   | -1          |
| 1M     | 4,54   | 0           |
| 3M     | 4,49   | 0           |
| 6M     | 4,45   | 0           |
| 9M     | 4,45   | 0           |
| 1L     | 4,45   | 0           |

Złoty w dalszym ciągu osłabiał się w stosunku do głównych walut na środowej sesji, z uwagi na to, że finał politycznego zamieszania nie jest jeszcze znany. Kurs EURPLN wzrósł z 3,8440 na otwarciu do 3,8675, a kurs USDPLN wzrósł z 3,1835 do 3,19. Jakkolwiek po pozytywnym wyniku przetargu obligacji, który przyciągnął duże zainteresowanie inwestorów zagranicznych złoty odrobił część strat i delikatnie umocnił się do 3,8625 wobec euro. Sytuacja polityczna jest w dalszym ciągu niestabilna, co w dalszym ciągu może działać przeciwko polskiej walucie. Dolar osłabił się wobec euro z 1,2114 na otwarciu do 1,2160 po słabszych danych o inflacji CPI, a umocnił się do 1,2106 po dużo wyższym od oczekiwań napływie kapitału.

W dniu wczorajszym rynek stopy procentowej osłabił się, a rentowności wzrosły o 2-7 pb w stosunku do wtorkowego zamknięcia. Polskie obligacje straciły na wartości przed przetargiem obligacji 5-letnich, jednak dobre wyniki aukcji przyczyniły się do nieznacznego spadku rentowności. Negatywny wpływ na rynek obligacji ma niepewna sytuacja polityczna, która równoważona jest przez oczekiwania obniżek stóp przez RPP na styczniowym posiedzeniu. Rentowności 10-letnich Treasuries spadły z 4,32% do 4,30% po tym jak została opublikowana niższa od oczekiwań inflacja CPI, co wzmocniło oczekiwania na wcześniejsze zakończenie cyklu podwyżek stóp przez Rezerwę Federalną. Jednak po wypowiedzi członka Fed Jeffrey'a Lacker'a, że bank centralny musi podjąć energiczne działania w celu ograniczenia oczekiwań inflacyjnych oraz po sesji w Azji 10-letnie rentowności wzrosły do 4,34%.

Ministerstwo Finansów sprzedało na wczorajszym przetargu 3,0 mld zł obligacji 5-letnich DS1110 przy średniej rentowności na poziomie 4,893% i popycie 8,996 mld zł. Na dodatkowej aukcji MF uplasowało dodatkowe 600 mln zł, a popyt wyniósł 2,370 mld zł.

**Konkluzja:** Złoty stracił na wartości się wobec głównych walut, a obligacje osłabiły się w obliczu niepewnej sytuacji politycznej. Pozytywne wyniki przetargu obligacji oraz spekulacja na obniżkę stóp w styczniu lekko wsparły polski dług.

## Przegląd międzynarodowy

Wskaźnik cen konsumenta CPI w Stanach Zjednoczonych spadł w grudniu o 0,1% m/m, co było znacznie poniżej oczekiwań rynkowych, gdyż analitycy prognozowali wzrost na poziomie 0,2% m/m. W ujęciu miesięcznym wskaźnik bazowy CPI nie zmienił się i wyniósł 0,2%, podczas gdy wskaźnik roczny wzrósł z 2,1% w listopadzie do 2,2%.

W USA napływ kapitału netto wyniósł 89,1 mld \$ w listopadzie porównaniu do zrewidowanych w dół 104,2 mld \$ w październiku, podczas gdy konsensus rynkowy wyniósł 87,5 mld \$.

W listopadzie produkcja przemysłowa w strefie euro wzrosła o 1,3% m/m oraz 2,6% r/r w porównaniu do oczekiwań rynkowych na poziomie 0,9% m/m oraz 1,9% r/r.

W dniu dzisiejszym o godz. 11:00 zostanie opublikowany finalny wskaźnik inflacji HICP. Rynek oczekuje spadku o 2,2% r/r z 2,3% r/r w listopadzie.

---

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 wyniknąć. 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, 586 8333, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)



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