



Początek powyborczych szachów

2023-10-16

Emocje wyborcze jeszcze nie opadły i zapewne szybko się to nie stanie. Z gospodarczego punktu widzenia wynik *exit poll* został odebrany pozytywnie przez rynek. Ostatecznie rezultaty te niosą głębsze implikacje dla polityki fiskalnej i monetarnej, o których piszemy w poniższym tekście. Nie zapominamy też o piątkowej inflacji i wskazujemy na czynniki, które we wrześniu spowodowały spadek cen bazowych w Polsce. Ostrzegamy, że na ich powtórkę nie ma co liczyć.

Kalendarz najważniejszych wydarzeń i publikacji makroekonomicznych w tym tygodniu

Poniedziałek, 16.10.2023

Przed południem poznamy finalne dane o inflacji z Włoch za wrzesień oraz sierpniowe wyniki dotyczące handlu zagranicznego strefy euro. Po południu warto zwrócić uwagę na krajową inflację bazową z Polski, a także regionalny indeks dla przemysłu Fed z Nowego Jorku. Swoje wystąpienie mieć będzie również Harker z Fed.

Wtorek, 17.10.2023

O poranku opublikowane zostaną dane z brytyjskiego rynku pracy za sierpień, a następnie niemiecki ZEW za październik. Dane w sesji popołudniowej powinny być jeszcze ciekawsze: sprzedaż detaliczna (oczekiwany wzrost o 0,2% m/m) oraz produkcja przemysłowa (oczekiwany wzrost o 0,1% m/m) z USA, obydwa odczyty za wrzesień. W końcówce europejskiej sesji poznamy również październikowy indeks rynku nieruchomości NAHB z Atlantyku.

Środa, 18.10.2023

O poranku spłynąć powinna paczka danych z Chin: PKB za Q3 oraz produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna i nakłady na środki trwałe za wrzesień. Na początku sesji europejskiej poznamy z kolei brytyjską inflację za poprzedni miesiąc. Następnie warto zerknąć na finalne dane o inflacji ze strefy euro (ważne w kontekście szczegółów, w tym inflacji bazowej).

Popołudnie zdominowane będzie przez amerykańskie liczby: pozwolenia na budowę domów, nowo rozpoczęte budowy (obydwa odczyty za wrzesień) i na deser Beżowa Księża Fed.

Czwartek, 19.10.2023

W nocy spłyną dane o cenach nieruchomości z Chin, a następnie uwaga zwrócona będzie już na rynek krajowy. Przed nami bowiem cała paczka danych za wrzesień.

PPI: Ceny ropy naftowej oraz kurs złotego sygnalizować mogłyby solidny wzrost cen producenta. Z drugiej strony, ceny paliw na rynku hurtowym zmierzały w przeciwnym kierunku. Powinno to znaleźć swoje odzwierciedlenie we wrześniowych danych. Spodziewamy się -2,6% r/r (konsensus -2,7% r/r).

Produkcja przemysłowa: Spadek rocznej dynamiki to tylko kwestia różnicy w dniach roboczych. Produkcja przemysłowa odbija, ale to odbicie na razie pozostaje powolne. Spodziewamy się -2,7% r/r (konsensus -3% r/r).

Zatrudnienie: Nasza prognoza jest dość zachowawcza - sezonowość sugerowałaby nawet lekki minus, ale zakładamy lekką korektę po słabym sierpniu. Spodziewamy się 0% r/r (konsensus 0% r/r).

Płace: Obstawiamy utrzymania relatywnie wysokiego impetu wzrostu płac we wrześniu. Czynnikiem nieco hamującym roczną dynamikę tym razem mogą być efekty bazowe. Spodziewamy się 11,3% r/r (konsensus 10,8% r/r).

Po południu czeka nas z kolei regionalny indeks Fed dla przemysłu w okręgu filadelfijskim, tygodniowe wnioski o zasiłek dla bezrobotnych, indeks wskaźników wyprzedzających Conference Board oraz wrześniowa sprzedaż domów na rynku wtórnym. Cały zestaw danych rzecz jasna napłynie z gospodarki USA.

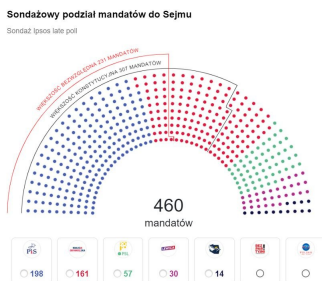
Piątek, 20.10.2023

W nocy nadejdą dane o japońskiej inflacji za wrzesień, a PBoC podejmie decyzję ws. stóp procentowych (nie są oczekiwane zmiany). Europejski dzień zaczniemy od inflacji producenckiej z Niemiec oraz sprzedaży detalicznej z Wielkiej Brytanii - obydwa odczyty za poprzedni miesiąc.

Następnie czeka nas **krajowa sprzedaż detaliczna**. Zakładamy bardzo przyzwoite odbicie miesięcznych odsezonowanych dynamik. Przemawiają za tym dwa silne argumenty. Po pierwsze, niskie ceny paliw, które będą przekładać się na wyższe wolumeny sprzedaży (paliwa ważą całkiem sporo w sprzedażowym koszyku). Po drugie, 14. emerytura wypłacana na początku września. Choć widzieliśmy ją też w zeszłym roku, to różnica w kwocie między latami powinna też podbić sprzedaż. Spodziewamy się -1,1% r/r (konsensus - 2% r/r).

Polska: Uff... i po wyborach

Według opublikowanego dziś rano sondażu late poll Ipsos wybory do Sejmu wygrała tzw. demokratyczna opozycja. Tak, wiemy, że bezpośrednim zwycięzcą jest Prawo i Sprawiedliwość (198 mandatów), ale taki wynik to zapewne za mało by stworzyć rząd. Na przeciwnym biegunie są wspomniane partie opozycyjne czyli Koalicja Obywatelska, Trzecia Droga i Lewica – tu łączna suma mandatów poselskich szacowana jest na 248 posłów, co powinno pozwolić na stworzenie rządu z dość bezpieczną sejmową przewagą.



Źródło: TVN24 ([link](#))

Odwołujemy się do badania late poll, bo to na dziś najlepsze źródło informacji. Ostateczne wyniki mogą się różnić i przyjdzie nam na nie jeszcze trochę poczekać. Niepewność potęguje historyczna frekwencja, skala dopisywania do spisu wyborców, turystyka wyborcza i zmiany w kodeksie wyborczym, które mogą zaburzać sondażowe próbkowanie i poprawki na odmowę odpowiedzi. Od wczoraj przez wszystkie przypadki odmieniane było słowo Słowacja (gdzie ostatnio exit polle wskazały odmienny wynik od oficjalnego), różnice w exit pollach vs finalne wyniki znamy też z krajowego podwórka z ostatnich eurowyborów. Po tym krótkim zastrzeżeniu, wracamy jednak do omówienia wyników, zakładając, że utrzymają się one też w oficjalnych danych.

Dlaczego w naszej ocenie Prawo i Sprawiedliwość nie będzie rządzić w nadchodzącej kadencji? Arytmetyka zdaje się być nieubłagana. PiS będzie zmuszone znaleźć koalicjanta, dotychczasowy „naturalny” kandydat czyli Konfederacja wypadł słabiej niż wskazywały sondaże (14 mandatów) i nie wystarczy do utworzenia rządu. Trzeba by przeciągnąć do swojego obozu jeszcze ok. 20 posłów (i jeszcze pogodzić ich programowo z PiS i wspomnianą Konfederacją) co nie wydaje się być wykonalnym zadaniem. Alternatywą (dla przyszłych posłów dzisiejszej opozycji) jest przecież bycie u władzy ze wszystkimi tego profitami.

Czeka nas więc najprawdopodobniej rząd złożony z wielu partii z dość dużym rozrzuceniem programowym. Nie spodziewamy się jednak by w pierwszych miesiącach nowej kadencji było to na tyle dużym problemem by uniemożliwiło stworzenie rządu czy jego trwanie. Wszak spora część postulatów jest jednak wspólnych (szeroko rozumiane „posprzątanie” po PiS) i to zapewne na nich będzie się skupiać nowy rząd w najbliższym czasie. Będzie on szukał konsensusu i wybierał co lepsze kąski z programu każdej partii, tak by elektorat każdej z nich mógł czuć się w jakimś stopniu usatysfakcjonowany.

Pozostaje jeszcze jeden słoń w pokoju czyli wskazanie przez prezydenta osoby, która ma tworzyć rząd. Wczorajsza narracja w TVP wraz z dotychczasowymi wypowiedziami prezydenta sugerują, że może to być kandydat zwycięskiej partii, czyli PiS. Choć nie znalazłby on sejmowej większości, to pozwoliłby ugruntować przekonanie wśród części wyborców, że to PiS wygrał wybory. Zawsze to też kilka tygodni dłużej u władzy i możliwość przygotowania się na odejście z ministerstw. Wskazanie przez prezydenta kandydata na premiera ma tu jednak tylko wpływ kalendarzowy, może opóźnić powołanie opozycyjnego rządu o miesiąc (lub półtora miesiąca). W naszej ocenie tylko tyle i aż tyle. Jeśli prezydent nie desygnuje kandydata „opozycyjnego”, to wskaże go Sejm. O ile prezydencki kandydat PiS na premiera nie uzyska większości, o tyle nie spodziewamy się by zwycięskie partie nie osiągnęły porozumienia w sprawie desygnowania parlamentarnego kandydata na premiera. Dla porządku przypominamy odpowiedni fragment konstytucji z obligującymi terminami w sprawie zaprzysiężenia nowego rządu:

Art. 154.

1. Prezydent Rzeczypospolitej desygnuje Prezesa Rady Ministrów, który proponuje skład Rady Ministrów. Prezydent Rzeczypospolitej powołuje Prezesa Rady Ministrów wraz z pozostałymi członkami Rady Ministrów w ciągu 14 dni od dnia pierwszego posiedzenia Sejmu lub przyjęcia dymisji poprzedniej Rady Ministrów i odbiera przysięgę od członków nowo powołanej Rady Ministrów.
2. Prezes Rady Ministrów, w ciągu 14 dni od dnia powołania przez Prezydenta Rzeczypospolitej, przedstawia Sejmowi program działania Rady Ministrów z wnioskiem o udzielenie jej wotum zaufania. Wotum zaufania Sejm uchwalia bezwzględną większością głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów.
3. W razie niepowołania Rady Ministrów w trybie ust. 1 lub nieudzielenia jej wotum zaufania w trybie ust. 2 Sejm w ciągu 14 dni od upływu terminów określonych w ust. 1 lub ust. 2 wybiera Prezesa Rady Ministrów oraz proponowanych przez niego członków Rady Ministrów bezwzględną większością głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów. Prezydent Rzeczypospolitej powołuje tak wybraną Radę Ministrów i odbiera przysięgę od jej członków.

Art. 155.

1. W razie niepowołania Rady Ministrów w trybie art. 154 ust. 3 Prezydent Rzeczypospolitej w ciągu 14 dni powołuje Prezesa Rady Ministrów i na jego wniosek pozostałych członków Rady Ministrów oraz odbiera od nich przysięgę. Sejm w ciągu 14 dni od dnia powołania Rady Ministrów przez Prezydenta Rzeczypospolitej udziela jej wotum zaufania większością głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów.
2. W razie nieudzielenia Radzie Ministrów wotum zaufania w trybie określonym w ust. 1, Prezydent Rzeczypospolitej skracca kadencję Sejmu i zarządza wybory.

W świecie politycznym czeka nas więc potencjalnie trudna kohabitacja rządu i prezydenta, ale też rządu i NBP wraz z większością RPP (polityka fiskalna vs polityka monetarna). Jakie jeszcze skutki gospodarcze przed nami? Na razie spójrzmy na reakcję rynkową, więcej o gospodarczych planach przyszłego rządu będzie można powiedzieć, gdy bardziej się on wykrystalizuje.

Bezpośrednia reakcja rynkowa po wyborach była łatwa do przewidzenia: złoty umocnił się kilka groszy do euro. Co ciekawe jednak, inwestorzy przygotowywali się już od pewnego czasu na ten wynik. Stąd być może poranna reakcja nie jest spektakularna. Być może nie jest też spektakularna również z innych powodów.

Po pierwsze, wynik na razie „wisi” na sondażu late poll (a o jego trudnościach pisaliśmy wcześniej), gdyż z uwagi na fenomenalną frekwencję (oraz zbieg z referendum) komisje wyborcze mają ciężką noc. Tu możemy być świadkami jeszcze wielu emocji, choć w gruncie rzeczy margines błędu sondażu raczej wskazuje na to, że wynik jakościowo raczej nie ulegnie zmianie (większość opozycji). Niuanse mogą mieć jednak znaczenie.

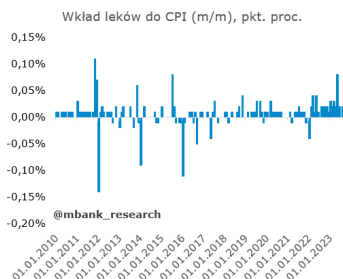
Po drugie, zachowanie polskich aktywów było w ostatnim czasie głównie pochodną cyklu oraz nieoptymalnego policy-mix (w tym trudnej do określenia funkcji reakcji RPP). Brak wyraźnej ścieżki sięgnięcia po środki europejskie nie był w ostatnim czasie „tematem”, choć sama kwestia była kartą przetargową w kampanii wyborczej, więc część obserwatorów mogła dojść do wniosku, że powrót na ścieżkę udanych negocjacji z UE (czytaj ścieżkę realizacji kamieni milowych) będzie trudny. Obecnie właśnie środki z KPO oraz fundusze spójności mają dużo większą szansę na szybkie odblokowanie (to bardziej odczucie niż coś, co można powiązać z twardymi danymi). Kwestia policy mix pozostaje nadal niepewna. Ścieżka do konsolidacji fiskalnej – oprócz programów, które wygasają „same z siebie” – to dopiero pieśń przyszłości. Zmiany w budżecie na 2024 nie mogą być spektakularne.

Po trzecie, polityka pieniężna jest dla nas większą zagadką. Mocniejszy złoty ułatwi proces dezinflacji, choć należy mieć świadomość, że to tylko część równania i póki co wracamy dopiero do punktu wyjścia sprzed kontrowersyjnej decyzji RPP z września. Procesy inflacyjne w polskiej gospodarce nie znikną po zmianie rządu. Wspomniane wcześniej automatyczne zakończenie części działań osłonowych to krótkoterminowy wzrost inflacji. RPP wydawała się do tej pory traktować działania osłonowe rządu literalnie jako anty-inflacyjne (wylbrzymianie efektu krótkoterminowego). Jeśli to się nie zmieni, jako produkt uboczny zmian politycznych możemy z biegiem czasu zyskać bardziej jastrzębią RPP. Co więcej, jeśli środki z KPO zaczną płynąć, w pierwszej kolejności jest to zagregowany popyt (oraz poprawa nastrojów firm). To również jest pro-inflacyjne. Odpowiedź sfery podaźowej to kwestia rozłożona na lata. Póki co RPP pozostaje bardzo gołębia.

Polska: Inflacja potwierdzona na 8,2% r/r

GUS potwierdził, że wskaźnik CPI wyniósł we wrześniu 8,2% r/r. Przy szeregu działań po stronie administracyjnej ceny bazowe również istotnie obniżyły się najpewniej w kierunku ~8,4% r/r (finalne dane poda dzisiaj NBP). W takim układzie oznacza to, że w samym wrześniu odnotowaliśmy spadek cen bazowych w ujęciu miesięcznym (dane odsezonowane). To pierwsza taka sytuacja po wybuchu kryzysu pandemicznego, niemniej nie będzie ona raczej powtarzalna.

Co przyczyniło się do spadku cen bazowych w poprzednim miesiącu? Możemy tutaj mówić o trzech czynnikach, których łączny wpływ oceniamy na 0,6-0,7 pkt. proc. Największy efekt przyszedł ze strony darmowych leków do osób poniżej 18 i powyżej 65 roku życia. Gdyby zamiast spadku cen w tej kategorii o 5,3% m/m wpisać wartość zgodną z sezonowością, wówczas wskaźnik cen bazowych ogółem powinien zostać podbity o 0,4-0,5 pkt. proc. Drugim czynnikiem była jednorazowa obniżka opłaty radiowo-telewizyjnej, która tąpnęła o 7,9% m/m. Znowu, brak tego efektu oznaczałoby podbicie cen bazowych o ponad 0,1 pkt. proc. Wreszcie ceny odzieży, które zanotowały niższy od sezonowego wzorca wzrost o 2,5% m/m.



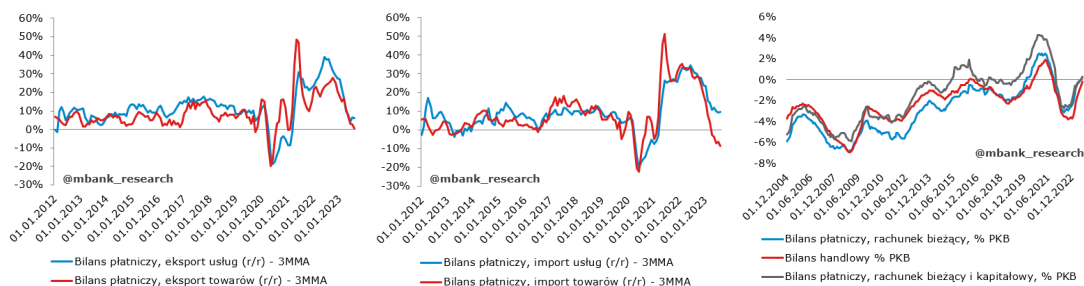
Jeśli zatem ww. efektów nie ujrzelibyśmy we wrześniu, wówczas miesięczny wynik inflacji bazowej ukształtowałby się wyraźnie powyżej 0 (w ujęciu odsezonowanym moglibyśmy mówić o wartościach 0,3-0,4%). Owszem, oznacza to pewne chłodzenie impetu wzrostu w porównaniu z poprzednimi miesiącami. Mając jednak na uwadze silną pozycję konsumenta (ta będzie jeszcze silniejsza) spodziewamy się jednak, że firmy nie będą tak skore do obniżania swoich marż. W środowisku ekspansywnej polityki fiskalnej oraz obniżek stóp procentowych konsumenci mogą dość łatwo akceptować podwyżki cen.

Garść newsów makroekonomicznych

· Polska: W sierpniu odnotowano deficyt na rachunku obrotów bieżących w wysokości 202 mln EUR. To wynik zdecydowanie słabszy od konsensusu rynkowego. Eksport towarów obniżył się o 2,2% r/r, zaś import towarów tąpnął o 12,3% r/r. Z komunikatu NBP czytamy, że: *Pogłębiły się m.in. spadki eksportu żywności oraz dóbr konsumpcyjnych. Słabszy niż w poprzednich miesiącach był wzrost eksportu środków transportu. Na ten wzrost złożyło się dalsze zwiększenie sprzedaży zagranicznej samochodów dostawczych oraz ciągników drogowych.*

Z kolei w przypadku importu NBP napisał: *Tu także spadki nastąpiły w pięciu kategoriach. Najsilniej obok paliw obniżyła się wartość importowanych towarów zaopatrzeniowych oraz dóbr inwestycyjnych. Tendencja wzrostowa kontynuowana była w imporcie środków transportu. Wysoką dynamiką charakteryzował się przede wszystkim import nowych samochodów osobowych. Natomiast słabszy wzrost importu części motoryzacyjnych odzwierciedla niższą dynamikę eksportu motoryzacyjnego.*

Warto przy tym zaznaczyć, że nadwyżka towarowa za lipiec została znacząco zrewidowana w dół do 319 mln EUR z 1068 mln EUR. Pod względem sald w odniesieniu do PKB nie mamy żadnej rewolucji. W przypadku towarów jesteśmy już blisko wyjścia ponad kreskę (-0,2%), zaś w usługach nadwyżka została utrzymana w okolicy 5,4%. Całkowite saldo obrotów bieżących wzrosło z 0% do 0,3%. Jednocześnie saldo bezpośrednich inwestycji zagranicznych pozostało dodatnie na poziomie 3,1%.



· Polska: JSW zawarła porozumienie ze związkami zawodowymi. Wypłaci pracownikom dodatkową premię jednorazową, której koszt nie przekroczy kwoty 303 mln zł brutto - podała spółka w komunikacie. Wypłata premii obciąży wynik spółki za III kwartał 2023 roku. Wypłata dodatkowej premii jednorazowej ma nastąpić 27 października 2023 roku. (PAP)

· Polska: Kurs EUR/PLN ok. 4,50 jest optymalny dla inflacji i opłacalności eksportu, inflacja na koniec 2023 r. spadnie poniżej 7 proc., w połowie 2024 r. realny jest CPI ok. 5 proc., a wzrost PKB w IV kw. br. wyniesie ponad 2 proc. - napisał na portalu X/Twitter prezes Polskiego Funduszu Rozwoju Paweł Borys. (PAP)

- Polska: Ekspansywne plany fiskalne wszystkich opcji politycznych mogą obniżyć zrównoważenie długu publicznego Polski - ocenia w raporcie agencja ratingowa Fitch. W ocenie agencji, interakcja między polityką fiskalną i monetarną po wyborach będzie istotna dla wiarygodności instytucjonalnej Polski. Najbliższe przeglądy ratingu Polski przez główne agencje nastąpią 10 listopada (Fitch) oraz 1 grudnia (S&P). (PAP)
- Chiny: Zgodnie z oczekiwaniami, Ludowy Bank Chin pozostawił główną stopę pożyczkową do sektora bankowego na niezmiennym poziomie. Stawka roczna nadal wynosi 2,5%. Przypomnijmy, że stopa ta stanowi punkt odniesienia do banków do wyliczania oprocentowania przy udzielanych kredytach.
- USA: Październikowy indeks zaufania konsumentów Uniwersytetu Michigan obniżył się do 63 wobec 68,1 miesiąc wcześniej. Jednocześnie w górę powędrowały oczekiwania inflacyjne. Te w horyzoncie roku podeszły do 3,8% z 3,2%, zaś 5-letnie wzrosły do 3% z 2,8%. Należy pamiętać, że nastroje konsumentów znalazły się w ostatnim czasie pod wpływem wyższych cen paliw.

