

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC.** Uwaga rynków będzie zwrócona na pogłębione oceny członków FED dotyczące krótko- i średniookresowych perspektyw sytuacji gospodarczej w USA (w tym przede wszystkim oczekiwanego kształtowania się inflacji). Szczególnie istotne będą zapisy dotyczące rozbieżności w opiniach poszczególnych członków FED dotyczących kształtowania się stóp procentowych w przyszłości. Publikacja *Minutes* najprawdopodobniej nie dostarczy nowych informacji, które zmieniłyby nasz scenariusz polityki pieniężnej w USA w latach 2019-2020. Oczekujemy, że FED w październiku lub grudniu br. obniży stopy procentowe o 25 pb antycypując niekorzystny wpływ dalszego pogorszenia perspektyw światowego wzrostu PKB na aktywność gospodarczą w USA. Z kolei w 2020 r. zakładamy kolejne dwie obniżki o 25 pb każda, będące odpowiedzią na wyraźne spowolnienie wzrostu PKB na skutek dalszego pogorszenia koniunktury na świecie oraz eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny. Uważamy, że publikacja *Minutes* będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane z USA.** Oczekujemy, że inflacja ogółem nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 1,7% r/r przy spadku inflacji bazowej (do 2,3% r/r z 2,4% w sierpniu). W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Prognozujemy, że wstępny indeks Uniwersytetu Michigan zmniejszył się do 92,5 pkt. w październiku wobec 93,2 pkt. we wrześniu. Naszym zdaniem publikacje danych z USA nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem będzie zaplanowana na piątek publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencje Moody's i Standard & Poor's.** W kwietniu br. Moody's potwierdził długoterminowy rating Polski na poziomie "A2" z perspektywą stabilną. W uzasadnieniu do decyzji agencja wskazała na solidne fundamenty polskiej gospodarki (szybki wzrost PKB zapewniający doganianie krajów rozwiniętych), dobrą sytuację w finansach publicznych (pomimo zapowiedzianego rozluźnienia polityki fiskalnej) oraz niekorzystne zmiany w sferze instytucjonalnej (pogorszenie oceny praworządności oraz zmiany w sądownictwie). Z kolei agencja ratingowa S&P utrzymała w kwietniu br. długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Jako uzasadnienie takiej oceny wiarygodności kredytowej S&P wskazał na zrównoważony wzrost gospodarczy, wysoki kapitał ludzki, członkostwo Polski w UE, umiarkowane poziomy zadłużenia prywatnego i publicznego, dobre statystyki dotyczące zadłużenia zagranicznego i rozwinięty rynek kapitałowy. Uważamy, że w tym tygodniu obie agencje zwrócą w swoich komunikatach uwagę na poprawę sytuacji w finansach publicznych. Naszym zdaniem agencje ratingowe zasygnalizują jednocześnie ryzyko dla stabilności sektora finansowego związane z implikacjami wyroku TSUE dotyczącego kredytów walutowymi. Niemniej jednak oczekujemy, że obie agencje utrzymają niezmienny rating Polski i jego perspektywę. Decyzje zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków a tym samym ewentualna reakcja rynku walutowego i rynku długu na nie nastąpi dopiero w przyszłym tygodniu.
- **Dzisiaj rano opublikowane zostały dane nt. zamówień w niemieckim przemyśle, które zmniejszyły się w sierpniu o 0,6% m/m wobec spadku o 2,1% w lipcu, co było nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (-0,3%).** Spadek zamówień ogółem wynikał z niższych zamówień krajowych (-2,6% m/m w sierpniu wobec 0,8% w lipcu), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe zamówienia zagraniczne (0,9% w sierpniu wobec -4,2% w lipcu). W ramach zamówień zagranicznych wzrost odnotowano zarówno w przypadku zamówień z krajów strefy euro jak i krajów spoza obszaru wspólnej waluty. Dane o zamówieniach w niemieckim przemyśle stanowią wsparcie dla naszej prognozy zakładającej wystąpienie tzw. technicznej recesji w Niemczech (spadek PKB o 0,1% w II i III kw.).


W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu został ogłoszony wyrok TSUE dotyczący kredytów hipotecznych indeksowanych do waluty obcej.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami okazał się on w dużej mierze spójny z majową opinią rzecznika generalnego z innym rozłożeniem akcentów. Sądy krajowe rozpatrując konkretne sprawy będą decydować, czy kredyt walutowy może zostać przekształcony w złotowy (po kursie z dnia udzielenia kredytu), ale oprocentowany w oparciu o stawkę LIBOR CHF. Sąd może stwierdzić, że taka modyfikacja spowodowałaby zmianę charakteru głównego przedmiotu umowy kredytowej i konieczne byłoby jej unieważnienie. W wyborze konkretnego rozwiązania sporu sądy mają kierować się dobrem konsumenta. Unieważnienie kredytu w całości będzie skomplikowaną operacją, której szczegóły będą ustalane na podstawie ugód zawieranych przez banki z klientami lub na drodze postępowania sądowego. Wyrok TSUE nie niesie za sobą automatycznych implikacji dla poszczególnych umów kredytowych. Każdy kredytobiorca, podważający zapisy umów kredytowych, będzie musiał dochodzić swoich praw w indywidualnym postępowaniu sądowym, co będzie czasochłonnym procesem. Naszym zdaniem, wspomniane wyżej inne rozłożenie akcentów w wyroku TSUE jest lekko pozytywne dla kursu złotego.
- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej na ubiegłotygodniowym posiedzeniu nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna wynosi 1,50%).** W komunikacie po posiedzeniu Rada podtrzymała ocenę, zgodnie z którą obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną. Rada odnotowała również, że perspektywy krajowej koniunktury pozostają korzystne, a dynamika PKB – mimo oczekiwanego obniżenia – utrzyma się w najbliższych latach na relatywnie wysokim poziomie. Podobnie jak przed miesiącem, Rada oceniła, że wzrosła jednak niepewność dotycząca skali i trwałości osłabienia koniunktury za granicą i jego wpływu na krajową aktywność gospodarczą. Rada oczekuje również, że inflacja – po przejściowym wzroście w I kw. 2020 r. – w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej będzie się kształtować w pobliżu celu inflacyjnego (2,5% +/- 1 pkt. proc.). Podczas konferencji prezes NBP A. Głapiński przedstawił aktualne, krótkookresowe prognozy makroekonomiczne. W 2019 r. przewidują one wzrost gospodarczy na poziomie 4,3% r/r i inflację równą 2,3%. Na początku 2020 r. NBP oczekuje spowolnienia wzrostu gospodarczego i zwiększenia inflacji. Zarysowany przez prezesa NBP scenariusz makroekonomiczny jest zbliżony do naszych prognoz (por. MAKROpuls z 02.10.2019). Ponadto prezes NBP zwrócił uwagę, że RPP jest „bardzo daleko” od łagodzenia polityki pieniężnej. Dodał on również, że ewentualne stymulowanie gospodarki byłoby realizowane za pomocą obniżek stóp procentowych, a nie niekonwencjonalnych instrumentów. Jednocześnie A. Głapiński powrócił do wyrażanego przez siebie kilka miesięcy temu poglądu, że stopy NBP mogą pozostać stabilne do końca kadencji RPP. Treść komunikatu po posiedzeniu oraz wypowiedzi A. Głapińskiego stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym stopy procentowe NBP nie zmienią się co najmniej do końca 2020 r.
- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zmniejszył się we wrześniu do 47,8 pkt. wobec 48,8 pkt. w sierpniu, kształtując się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (47,9 pkt.) i powyżej naszej prognozy (47,0 pkt.).** Tym samym już 11 miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Spadek indeksu PMI wynikał z niższych wkładów 2 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień oraz bieżącej produkcji), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla czasu dostaw, zatrudnienia oraz zapasów pozycji zakupionych. W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje silny spadek składowej dla nowych zamówień, która ukształtowała się na najniższym poziomie od czerwca 2009 r., czyli od czasów światowego kryzysu finansowego. Obniżenie składowej wynikało zarówno ze słabszego popytu zagranicznego jak i krajowego. W przypadku popytu

zagranicznego jest to efekt odnotowanego w ostatnich kwartałach silnego pogorszenia koniunktury w strefie euro, w szczególności w Niemczech. Z kolei osłabienie popytu krajowego jest związane ze spowolnieniem aktywności w krajowym budownictwie, które oddziałuje w kierunku zmniejszenia dynamiki produkcji w działach przetwórstwa przemysłowego zaopatrujących branżę budowlaną. Pogarszające się otoczenie zewnętrzne oraz wewnętrzne polskiego przetwórstwa znajduje również odzwierciedlenie w coraz większym pesymizmie ankietowanych firm, na co wskazuje indeks dla przyszłej produkcji, który we wrześniu ukształtował się na najniższym poziomie w historii (por. MAKROpuls z 01.10.2019). Średnia wartość indeksu PMI w III kw. wyniosła 48,0 pkt. wobec 48,8 pkt. w II kw. W połączeniu z obserwowaną w ostatnich miesiącach malejącą odpornością polskiego przetwórstwa na spadek aktywności w przetwórstwie strefy euro, wyniki badań koniunktury stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w III kw. dynamika polskiego PKB obniży się w III kw. do 4,3% r/r wobec 4,5% w II kw., a w całym 2019 r. spadnie do 4,4% r/r wobec 5,1% w 2018 r.

- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zmniejszyła się we wrześniu do 2,6% r/r wobec 2,9% w sierpniu, kształtując się poniżej naszej prognozy (2,7%) oraz oczekiwań rynku (2,8%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Spadek inflacji wynikał z niższej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych (6,3% r/r we wrześniu wobec 7,2% w sierpniu), paliw (-2,7% r/r wobec -0,4%) oraz nośników energii (-1,6% r/r wobec -1,4% r/r), podczas gdy inflacja według naszych szacunków nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 2,2%. Uważamy, że przyczyną silnego obniżenia tempa wzrostu cen żywności pomiędzy sierpniem a wrześniem był spadek dynamiki cen warzyw związany z efektami wysokiej bazy sprzed roku. Finalne dane o inflacji zostaną opublikowane 15 października. Uważamy, że w całym 2019 r. inflacja w Polsce wyniesie 2,4% r/r wobec 1,6% w 2018 r.
- ✔ **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro obniżyła się we wrześniu do 0,9% r/r wobec 1,0% w sierpniu, kształtując się zgodnie z naszą prognozą i poniżej oczekiwań rynku (1,0%).** W kierunku zmniejszenia inflacji oddziaływały niższe dynamiki cen żywności i nośników energii, podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe tempo wzrostu cen usług. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja w strefie euro będzie kształtowała się w trendzie spadkowym i w październiku osiągnie swoje minimum lokalne na poziomie 0,7% r/r. Następnie dojdzie do jej nieznacznego wzrostu, niemniej w całym horyzoncie naszej prognozy (tj. do końca 2020 r.) nie przekroczy ona poziomu 1,3% r/r. Co więcej prognozujemy, że w całym horyzoncie prognozy inflacja bazowa nie przekroczy poziomu 1,4% r/r.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zatrudnienie poza rolnictwem w USA zwiększyło się we wrześniu o 136 tys. wobec wzrostu o 168 tys. w sierpniu (rewizja w górę z 130 tys.), kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (wzrost o 145 tys.) i poniżej naszej prognozy (wzrost o 150 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+40,0 tys.), usługach biznesowych (+34,0 tys.) i sektorze rządowym (+22,0 tys.). Najsilniejszy spadek zatrudnienia odnotowano natomiast w handlu detalicznym (-11,4 tys.), pozostałych usługach (-3,0 tys.) oraz przetwórstwie (-2,0 tys.). Stopa bezrobocia obniżyła się we wrześniu do 3,5% wobec 3,7% w sierpniu, kształtując się na najniższym poziomie od 50 lat. Jednocześnie pozostaje ona znacząco poniżej poziomu wskazywanego przez FOMC jako bezrobocie naturalne (4,2%, por. MAKROmapa z 23.09.2019). Spadek stopy bezrobocia wynikał ze wzrostu zatrudnienia przy jednoczesnym spadku liczby bezrobotnych. Współczynnik aktywności zawodowej we wrześniu nie zmienił się w porównaniu do sierpnia i wyniósł 63,2%. Roczna dynamika wynagrodzenia godzinowego obniżyła się we wrześniu do 2,9% wobec 3,2% w sierpniu, kształtując się na najniższym poziomie od lipca 2018 r. Wskazuje to na utrzymującą się niską presję płacową w amerykańskiej gospodarce. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały wyniki badań koniunktury. Indeks ISM dla przetwórstwa zmniejszył się we wrześniu do 47,8 pkt. wobec 49,1 pkt. w sierpniu, co było znacząco poniżej oczekiwań rynku (50,4 pkt.) oraz naszej

prognozy (50,1 pkt.). Tym samym już drugi miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Jednocześnie ukształtował się on na najniższym poziomie od czerwca 2009 r., czyli od ostatniego kryzysu finansowego. Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla zapasów, bieżącej produkcji, zatrudnienia, czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał nieznaczny wzrost składowej dla nowych zamówień. Niemniej zarówno indeks dla nowych zamówień ogółem jak i nowych zamówień eksportowych pozostaje znacząco poniżej granicy 50 pkt., co wskazuje na ryzyko dalszego obniżenia aktywności w amerykańskim przetwórstwie w kolejnych miesiącach. Spadek odnotował także indeks ISM poza przetwórstwem, który zmniejszył się we wrześniu do 52,6 pkt. wobec 56,4 pkt. w sierpniu, kształtując się znacząco poniżej konsensusu rynkowego (55,8 pkt.) i naszej prognozy (55,4 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 4 jego składowych (dla nowych zamówień, aktywności biznesowej, zatrudnienia), podczas gdy przeciwny wpływ miał nieznacznie wyższy wkład składowej dla czasu dostaw. Dane sygnalizują, że obserwowane w ostatnich miesiącach znaczące pogorszenie koniunktury w amerykańskim przetwórstwie ma coraz silniejszy negatywny wpływ na aktywność w usługach. Publikacje słabszych od oczekiwań indeksów ISM doprowadziły do osłabienia dolara względem euro i obniżenia rentowności amerykańskich obligacji. Ubiegłotygodniowe dane z USA stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB nie zmieni się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniesie 2,0%.

 **Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w sierpniu do 50,4 pkt. 49,9 pkt. w lipcu, co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (49,8 pkt.) oraz naszej prognozy (49,7 pkt.).** Jednocześnie po raz pierwszy od maja br. indeks ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, bieżącej produkcji oraz czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla nowych zamówień i zapasów. W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się od dwóch miesięcy wzrost zamówień ogółem przy jednoczesnym spadku zamówień eksportowych. W naszej ocenie jest to efektem działań prowadzonych przez chiński rząd mających na celu pobudzenie popytu wewnętrznego. Podtrzymujemy naszą prognozę dla wzrostu gospodarczego w Chinach (6,4% w 2019 r. i 6,0% w 2020 r.). Osiągnięcie takiej dynamiki PKB będzie jednak związane z koniecznością zwiększenia skali stymulacji wzrostu prowadzonej przez chiński rząd. Uważamy, że w tym celu podjęte zostaną działania na rzecz zwiększenia akcji kredytowej (zatrzymanie procesu delewarowania banków, obniżenie stóp procentowych), osłabienia juana zgodnego z pogorszeniem salda bilansu handlowego Chin oraz w większym stopniu rozluźniona zostanie polityka fiskalna.

Jakie będą efekty wzrostu płacy minimalnej?

Kilka tygodni temu PiS zapowiedział, że płaca minimalna zostanie podniesiona do 3 tys. zł. brutto na koniec 2020 r. i 4 tys. zł na koniec 2023 r. Oznacza to jej silny wzrost, o 78% z obecnego poziomu równego 2250 zł, w horyzoncie 5 lat (por. tabela poniżej). Taka polityka niesie za sobą poważne implikacje m.in. dla poziomu wynagrodzeń ogółem, zatrudnienia i poziomu cen. Poniższa analiza jest pierwszą z cyklu raportów o wpływie planowanej podwyżki płacy minimalnej na sytuację makroekonomiczną w Polsce. W tym badaniu skupiliśmy się na wpływie planowanych zmian na przeciętny poziom wynagrodzeń. Następne raporty przedstawimy w najbliższych MAKROmapach.

Płaca minimalna wywiera wpływ na przeciętny poziom płac w gospodarce narodowej w ramach trzech kanałów oddziaływania. Pierwszy z nich, to wpływ czysto arytmetyczny – część pracowników otrzymuje wyższą pensję, co z uwagi na ich niezaniebnywalny udział w całości populacji podnosi średni poziom wynagrodzeń w gospodarce. Po drugie, wzrost płacy minimalnej oddziałuje w kierunku wzrostu

wynagrodzeń nie tylko osób zarabiających mniej niż ta kwota, ale również innych pracowników. Zgodnie z pracami teoretycznymi, pracownicy zarabiający więcej czują niezadowolenie związane ze spadkiem swoich płac w relacji do mniej wykwalifikowanych pracowników, co może prowadzić do zmniejszenia ich wydajności w pracy. W celu uniknięcia takiego scenariusza pracodawcy podnoszą ich pensje aby zachować odpowiednie zależności pomiędzy wynagrodzeniami różnych stanowisk w ramach siatki płac. Po trzecie, przedsiębiorcy w celu utrzymania rentowności swojej działalności, w reakcji na wzrost płacy minimalnej podnoszą ceny swoich produktów. W skali całej gospodarki prowadzi to do zwiększenia inflacji, co nasila żądania płacowe gospodarstw domowych w celu utrzymania siły nabywczej swoich dochodów (tzw. efekty drugiej rundy).

Niektóre badania empiryczne sygnalizują, że wzrost płacy minimalnej przyczynia się do wzrostu pensji pracowników zarabiających nie więcej niż medianę miesięcznych wynagrodzeń w gospodarce, inne wskazują na występowanie takich efektów aż do wynagrodzeń wynoszących czterokrotność płacy minimalnej. Wnioski płynące z badań empirycznych są jednak spójne w tym zakresie, iż skala transmisji wzrostu płacy minimalnej na wynagrodzenia zmniejsza się wraz z poziomem pensji pracownika. W rezultacie zwiększenie płacy minimalnej prowadzi do skupienia się rozkładu wynagrodzeń wokół niższych wartości i zmniejszenia nierówności zarobkowych.



*W 2016 r.

Źródło: GUS

Zgodnie z danymi GUS, płacę minimalną w 2017 r. otrzymywało 13% zatrudnionych w gospodarce narodowej. Odsetek ten utrzymuje się na stałym poziomie od 2012 r. W celu oszacowania wpływu podwyżki płacy minimalnej na poziom przeciętnego wynagrodzenia w Polsce posłużyliśmy się modelem ekonometrycznym. Dynamika nominalnych płac została w nim uzależniona od czterech czynników – tempa wzrostu wydajności pracy (wpływ długookresowy), stopy

bezrobocia (czynnik krótkookresowy, związany z fazą cyklu koniunktury), dynamiki cen żywności (zmienna obrazująca oczekiwania inflacyjne i związaną z nimi presję na wzrost wynagrodzeń) oraz dynamiki płacy minimalnej. Analizę przeprowadziliśmy oddzielnie dla wynagrodzeń w przetwórstwie przemysłowym i budownictwie w przedsiębiorstwach zatrudniających co najmniej 10 pracowników.

Wpływ wzrostu płacy minimalnej o 10% na wynagrodzenia					
	Natychmiastowy	3-miesięczny	6-miesięczny	9-miesięczny	12-miesięczny
W przetwórstwie	0,97%	0,97%	1,03%	1,13%	1,26%
W budownictwie	2,17%	2,37%	2,90%	3,59%	4,39%

Źródło: Credit Agricole

Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego wzrost płacy minimalnej o 10% oddziałuje w kierunku zwiększenia nominalnego przeciętnego wynagrodzenia w przetwórstwie o 0,97% i o 2,17%

w budownictwie. Jest to efekt natychmiastowy (uwzględniający głównie wspomniany wyżej „wpływ arytmetyczny”), nie zawierający opóźnionej reakcji całej siatki płacowej. W celu oszacowania pełnego wpływu wzrostu płacy minimalnej na przeciętny poziom wynagrodzeń (uwzględniający wskazane trzy kanały oddziaływania) oszacowaliśmy alternatywne modele ekonometryczne, w których wszystkie zmienne zostały zastąpione swoimi 3, 6, 9 i 12-miesięcznymi średnimi ruchomymi. W ten sposób udało nam się uchwycić reakcję rynku pracy z różnym opóźnieniem. Warto zwrócić uwagę, że oszacowania skali wpływu wzrostu płacy minimalnej zwiększają się wraz z wydłużeniem horyzontu czasowego analizy transmisji. Przy oszacowaniu na 12-miesięcznych średnich ruchomych 10-procentowy wzrost płacy

minimalnej powoduje zwiększenie przeciętnego wynagrodzenia w przetwórstwie przemysłowym (w firmach zatrudniających co najmniej 10 pracowników) o 1,26% i o 4,39% w budownictwie.

Uważamy, że szacunki te (zarówno wpływu natychmiastowego, jak i długookresowego) są zgodne z intuicją. W krótkim okresie są one nieznacznie mniejsze niż wynikałoby to bezpośrednio z udziału pracowników z płacą minimalną w tych sektorach (waga razy zmiana płacy minimalnej). Dla przykładu wzrost płacy minimalnej o 10%, przy udziale zatrudnionych w budownictwie otrzymujących taką stawkę wynoszącym 32%, powinien spowodować wzrost przeciętnego wynagrodzenia w tym sektorze o 3,2%. Naszym zdaniem jest to związane z faktem, że większość pracowników zarabiających płacę minimalną jest skupiona w mikroprzedsiębiorstwach, a więc grupie firm nieobjętych naszym badaniem (co najmniej 10 pracowników). W długim okresie szacunki te są wyższe od wspomnianych odsetków, co oznacza, że udało nam się poprawnie uchwycić również pozytywny wpływ podwyżek płacy minimalnej na siatkę wynagrodzeń. W tej analizie nie zajmujemy się wpływem podwyżki płacy minimalnej na wynagrodzenia w sektorze usług ze względu na wyraźne zróżnicowanie udziału osób otrzymujących minimalne stawki w poszczególnych branżach (por. wykres), co wymaga osobnej analizy. Wyniki takiego badania przedstawimy w kolejnej MAKROmapie.

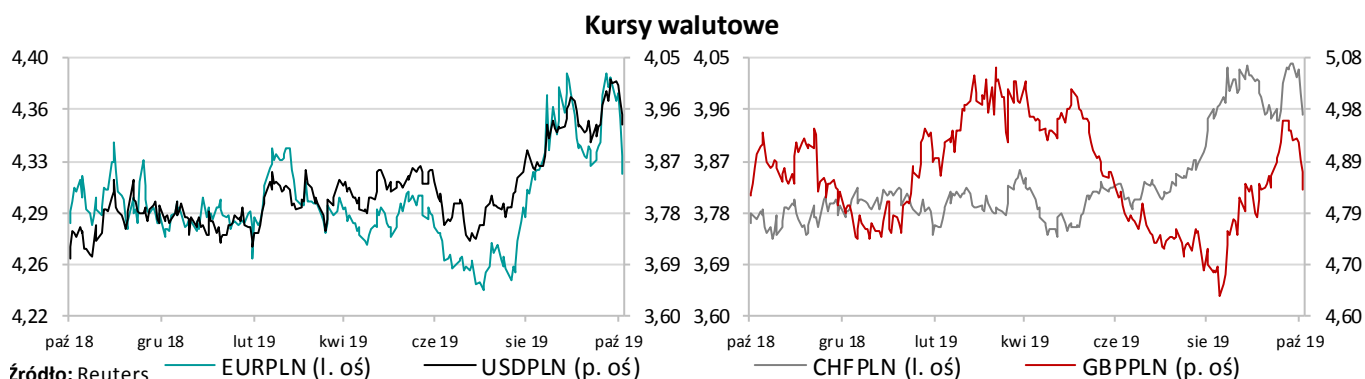
Zakładane kształtowanie się płacy minimalnej w najbliższych latach*							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Płaca minimalna w styczniu (zł brutto)	2100,00	2250,00	2600,00	3000,00	3333,00	3666,00	4000,00
Zmiana (% r/r)		7,1	15,6	15,4	11,1	10,0	9,1

* przy założeniu, że poziom 3 tys. zł zostanie osiągnięty z początkiem 2021 r., a 4 tys. zł z początkiem 2024 r.

Źródło: Credit Agricole

względny będzie rostał coraz wolniej. Oznacza to, że będzie to czynnik ograniczający tempo wzrostu przeciętnego, nominalnego wynagrodzenia ogółem. Bez względu na wzrost płacy minimalnej przyczyni się jednak do podniesienia siatki wynagrodzeń. W połączeniu ze znaczącym wzrostem kosztów pracy związanym z wprowadzeniem PPK i likwidacją tzw. 30-krotności, będzie to czynnik oddziałujący w kierunku spadku zatrudnienia w najbliższych latach. W warunkach oczekiwanego przez nas spowolnienia wzrostu PKB w Polsce związanego z pogorszeniem perspektyw światowego wzrostu gospodarczego (w tym u głównych partnerów handlowych Polski) oraz cyklem w inwestycjach współfinansowanych z środków unijnych, zarysowane powyżej tendencje stanowią czynnik ryzyka w górę dla naszej prognozy stopy bezrobocia w najbliższych latach (5,5% na koniec 2020 r. i 2021 r.).

W tabeli przedstawiamy zakładane przez nas kształtowanie się płacy minimalnej w najbliższych latach. Warto zwrócić uwagę, że w tym scenariuszu po planowanym wyraźnym wzroście płacy minimalnej z początkiem 2020 r. (o 15,6% r/r), od 2021 r. do 2024 r. płaca minimalna w ujęciu

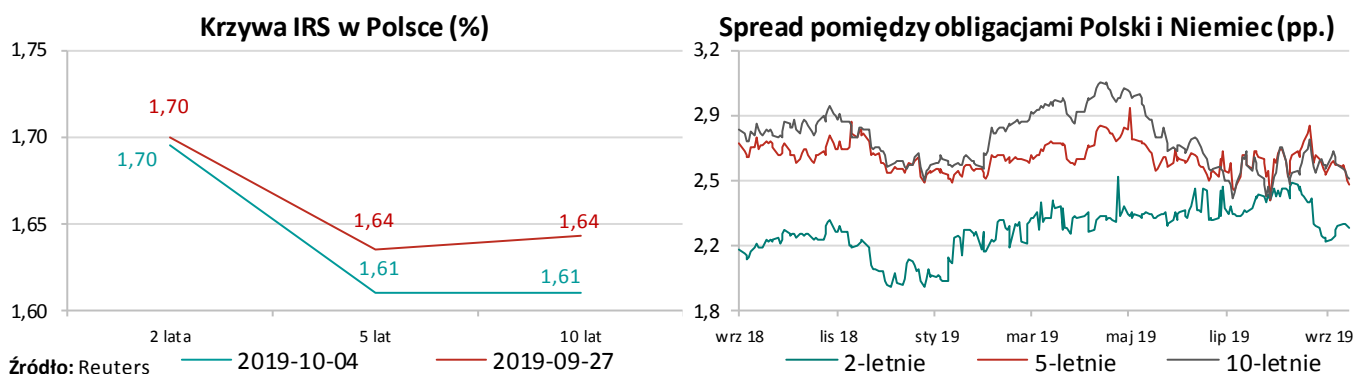

Publikacja *Minutes* FOMC kluczowa dla kursu EURPLN


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,3193 (umocnienie złotego o 1,4%). W poniedziałek i we wtorek kurs EURPLN był relatywnie stabilny. Zbliżone do oczekiwań rynku wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie nie miały istotnego wpływu na kurs złotego. W środę doszło do nieznacznego umocnienia złotego oraz innych walut regionu wspieranego przez wyższy popyt na ryzykowne aktywa. W czwartek spadek kursu EURPLN był kontynuowany, wspierany przez wyrok TSUE dotyczący kredytów hipotecznych indeksowanych do waluty obcej (okazał się on mniej niekorzystny dla banków niż majowa opinia rzecznika TSUE). Niemniej bezpośrednio po publikacji wyroku kurs złotego charakteryzował się bardzo wysoką zmiennością ze względu na trudności uczestników rynku z jego interpretacją. Piątkowe dane z amerykańskiego rynku pracy miały ograniczony wpływ na kurs złotego.

Ze względu na naturę ubiegłotygodniowej aprecjacji złotego, związanej z wyższym popytem na ryzykowne aktywa, złoty umocnił się również względem pozostałych głównych walut: dolara amerykańskiego (o 1,5%), franka szwajcarskiego (o 2,3%) oraz funta brytyjskiego (o 1,3%). Warto odnotować również ubiegłotygodniowe osłabienie dolara względem euro, któremu sprzyjały publikacje słabszych od oczekiwań wyników badań koniunktury.

Opublikowane dzisiaj rano dane nt. zamówień w niemieckim przetwórstwie są naszym zdaniem neutralne dla kursu polskiej waluty. W tym tygodniu kluczowa dla złotego będzie zaplanowana na środę publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC. Uważamy jednak, że będzie miała ona ograniczony wpływ na kurs polskiej waluty. Neutralne dla złotego będą naszym zdaniem także publikacje danych z USA (inflacja oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). Piątkowe aktualizacje polskiego ratingu przez agencje Moody's i S&P zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, tym samym ich wpływ na kurs złotego zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Wyrok TSUE doprowadził do spadku stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 1,70, a 5-letnie i 10-letnie obniżyły się do poziomu 1,61 (w obu przypadkach spadek o 3pb). Od poniedziałku do czwartku obserwowany był wzrost stawek IRS na całej długości krzywej, któremu sprzyjała podwyższona niepewność na rynku związana przed publikacją wyroku TSUE dotyczącego kredytów hipotecznych indeksowanych do waluty obcej. Wyrok okazał się mniej niekorzystny dla banków niż majowa opinia rzecznika TSUE, co sprzyjało spadkowi stawek IRS. Niemniej bezpośrednio po publikacji wyroku, ze względu na trudności związane z jego interpretacją, obserwowaliśmy podwyższoną zmienność na rynku. Spadkowi stawek IRS sprzyjało także obniżenie rentowności na rynkach bazowych, związane z publikacją wyraźnie słabszych od oczekiwań wyników badań koniunktury w USA. W piątek doszło do nieznacznej korekty i wzrostu stawek IRS.

W tym tygodniu w centrum uwagi polskiego rynku długu będzie publikacja *Minutes* z wrześniowego posiedzenia FOMC. Uważamy jednak, że nie dostarczy ona nowych istotnych informacji nt. perspektyw polityki pieniężnej w USA i w konsekwencji jej wpływ na krzywą IRS będzie ograniczony. Neutralne dla krzywej będą naszym zdaniem również publikacje danych z amerykańskiej gospodarki (inflacja oraz wstępny indeks Uniwersytetu Michigan). Piątkowe aktualizacje polskiego ratingu przez agencje Moody's i S&P zostaną ogłoszone po zamknięciu europejskich rynków, tym samym ich wpływ na stawki IRS zmaterializuje się dopiero w przyszłym tygodniu.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19	maj 19	cze 19	lip 19	sie 19	wrz 19	paź 19
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,30	4,28	4,28	4,24	4,29	4,38	4,37	4,40
Kurs USDPLN*	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82	3,83	3,73	3,87	3,98	4,01	4,00
Kurs CHFPLN*	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,75	3,83	3,82	3,90	4,02	4,02	4,03
Inflacja CPI (r/r, %)	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,7	2,2	2,4	2,6	2,9	2,9	2,7	
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,4	1,7	1,7	1,9	2,2	2,2	2,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	5,5	9,2	7,6	-2,6	5,8	-1,3	4,3	
Inflacja PPI (r/r, %)	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,5	2,6	1,4	0,5	0,5	0,7	0,6	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,1	13,6	7,3	5,3	7,4	6,0	8,2	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	5,7	7,1	7,7	5,3	7,4	6,8	7,4	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,7	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,1	
Saldo ROB (mln EUR)	-794	-447	113	-1528	2529	-630	217	357	379	-310	-814	-641		
Eksport (r/r, % EUR)	0,1	14,7	9,3	-0,5	5,9	10,5	7,8	9,4	11,6	-3,1	7,5	-1,0		
Import (r/r, % EUR)	4,9	19,3	10,3	0,2	2,1	8,4	2,8	7,7	10,1	-4,7	8,3	-3,1		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2019				2020				2018	2019	2020	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	4,7	4,5	4,3	4,0	3,8	3,7	3,2	3,2	5,1	4,4	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	3,9	4,4	4,6	4,4	4,0	3,8	3,4	3,0	4,3	4,3	3,5	
Inwestycje (% r/r)	12,6	9,0	8,1	6,8	5,2	5,7	4,1	4,3	8,9	8,5	4,7	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,9	3,9	5,5	4,9	4,2	4,1	4,2	4,4	7,0	5,1	4,2	
Import (ceny stałe, % r/r)	5,0	4,3	5,9	5,0	7,0	5,9	5,2	4,8	7,6	5,1	5,7	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,4	2,5	2,7	2,2	2,5	2,2	2,0	1,5	2,5	2,5	2,0
	Inwestycje (pp.)	1,6	1,5	1,5	1,7	0,7	1,0	0,8	1,1	1,6	1,6	0,9
	Eksport netto (pp.)	0,7	0,0	0,0	0,1	-1,3	-0,7	-0,4	-0,1	0,0	0,2	-0,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	-1,2	-1,3	-0,6	-0,1	-1,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,3	5,1	5,6	5,8	5,2	5,1	5,5	5,8	5,6	5,5	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,9	0,1	0,1	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,1	7,0	7,3	7,5	7,3	7,0	6,8	7,0	7,2	7,2	7,0	
Inflacja CPI (%)*	1,2	2,4	2,8	2,9	3,2	2,4	1,7	1,7	1,6	2,4	2,3	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	1,72	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	
EURPLN**	4,30	4,24	4,37	4,32	4,32	4,32	4,29	4,27	4,29	4,32	4,27	
USDPLN**	3,84	3,73	4,01	3,86	3,86	3,79	3,67	3,56	3,74	3,86	3,56	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	PROGNOZA*	
				POPZEDNIA WARTOŚĆ	CA RYNEK**
Poniedziałek 07.10.2019 r.					
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Sierpień	-2,7	-0,4
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Październik	-11,1	
Wtorek 08.10.2019 r.					
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Sierpień	-0,6	-0,3
Środa 09.10.2019 r.					
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Sierpień	0,4	0,4
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Sierpień	0,3	
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Wrzesień		
Czwartek 10.10.2019 r.					
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Sierpień	20,2	
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	213	215
14:30	USA	Inflacja CPI (% m/m)	Wrzesień	0,1	0,0 0,1
14:30	USA	Inflacja bazowa CPI (% m/m)	Wrzesień	0,3	0,1 0,2
Piątek 11.10.2019 r.					
16:00	USA	Wstępny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	93,2	92,5 90,6

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters