

W tym tygodniu

- **W niedzielę odbyły się wybory parlamentarne.** Według badania *late poll* opracowanego przez Ipsos, w wyborach zwyciężyła partia PiS uzyskując 43,6% poparcia. Koalicja Obywatelska zdobyła 27,4% głosów, SLD 12,4%, PSL 9,1%, a Konfederacja 6,4%. Z kolei zgodnie z oficjalnymi wynikami Państwowej Komisji Wyborczej uwzględniających dane z 71,89% komisji wyborczych PiS uzyskało 45,81% poparcia, KO - 25,46% , SLD - 11,90%, PSL - 8,96%, a Konfederacja - 6,71%. Na podstawie powyższych wyników szacujemy, że PiS utrzymał większość absolutną w Sejmie (co najmniej 230 mandatów). Wynik wyborów wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo lekkiego zacieśnienia polityki fiskalnej w 2020 r. (zgodnie z przyjętym projektem budżetu) i zapowiedzianego przez PiS silnego skumulowanego wzrostu płacy minimalnej o 78% do końca 2023 r. Oczekujemy, że wzrost płacy minimalnej będzie najważniejszym elementem polityki gospodarczej rządu. Nasze analizy wskazują, że wzrost płacy minimalnej podbije siatkę płac w przetwórstwie, budownictwie i usługach. Szczególnie silny wpływ wyższej płacy minimalnej wystąpi w mikroprzedsiębiorstwach usługowych (patrz poniżej). W krótkim okresie wzrost płacy minimalnej podbije konsumpcję. W dłuższej perspektywie – jeśli jego tempo nie zostanie zmniejszone - będzie on ograniczał inwestycje. Jego najsilniejszy negatywny wpływ na inwestycje wystąpi w 2021 r., a więc w dołku cyklu wykorzystania środków unijnych. Wyraźne zwycięstwo PiS oznacza również wysokie prawdopodobieństwo zwiększenia napięć w relacjach z Komisją Europejską, co może się odbić negatywnie na napływie środków unijnych do Polski w ramach kolejnej perspektywy finansowej UE (2021-2027). W sumie zatem wstępny wynik wyborów jest neutralny dla dynamiki PKB w 2020 r. i stanowi ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2021 r. (2,8%). Wynik wyborów jest naszym zdaniem neutralny dla kursu złotego i rentowności obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się we wrześniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,4% w sierpniu ze względu na niższą sprzedaż w branży motoryzacyjnej. Prognozujemy, że dynamika produkcji przemysłowej spadła we wrześniu do -0,2% m/m wobec 0,6% w sierpniu, co było wynikiem niższej dynamiki produkcji w przetwórstwie (efekt m.in. strajku w firmie General Motors). Oczekujemy, że dane dotyczące rozpoczętych budów domów (1337 tys. we wrześniu wobec 1364 tys. w sierpniu) oraz pozwoleń na budowę (1375 tys. wobec 1425 tys.) wskażą na kontynuację spowolnienia sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Rynek oczekuje, że wskaźnik NY Empire State zmniejszył się do 1,6 pkt. w październiku wobec 2,0 pkt. we wrześniu, a indeks Philadelphia FED spadł do 7,1 pkt. w październiku wobec 12,0 pkt. we wrześniu. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.
- **We wtorek opublikowany zostanie indeks ZEW, obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech.** Oczekujemy, że indeks zmniejszył się do -24,0 pkt. w październiku z -22,5 pkt. we wrześniu, co będzie efektem serii słabszych danych z niemieckiej gospodarki (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się blisko konsensusu, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla złotego i cen polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z Chin.** Zgodnie z opublikowanymi dziś danymi, saldo chińskiego bilansu handlowego zwiększyło się we wrześniu do 39,65 mld USD wobec 34,84 mld USD w sierpniu, co było powyżej oczekiwań rynku (34,0 mld USD). Jednocześnie dynamika eksportu zmniejszyła się we wrześniu do -3,2% r/r wobec -1,0% w lipcu, podczas gdy dynamika importu spadła do -8,5% r/r wobec -5,6%, co było nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (odpowiednio -3,0% i -5,0%). Dane wskazują w naszej ocenie na utrzymujące się w Chinach spowolnienie popytu wewnętrznego oraz coraz silniejszy negatywny wpływ wojny handlowej i dekonunktury w światowym handlu na chiński eksport. W piątek zostanie opublikowana kolejna porcja danych z Chin. Oczekujemy, że tempo wzrostu gospodarczego w III kw. br.

zmniejszyło się do 6,0% wobec 6,2% w II kw. (1,4% kw/kw wobec 1,6% w II kw.). Pozostałe dane miesięczne wskażą sumarycznie na lekkie przyspieszenie rocznego tempa wzrostu aktywności gospodarczej we wrześniu. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa zwiększyła się o 4,7% r/r we wrześniu wobec 4,4% w sierpniu, sprzedaż detaliczna wzrosła o 7,8% r/r wobec 7,5% w sierpniu, a dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 5,5% r/r. Naszym zdaniem publikacja danych z Chin będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskiego długu

- ✔ **Dzisiaj opublikowane zostaną dane nt. polskiego bilansu płatniczego w sierpniu.** Oczekujemy zmniejszenia deficytu na rachunku obrotów bieżących do 641 mln EUR wobec 814 mln EUR w lipcu, co będzie wynikało głównie ze zwiększenia salda obrotów towarowych. Prognozujemy, że ze względu na niekorzystne efekty kalendarzowe dynamika eksportu zmniejszyła się w sierpniu do -2,0% r/r wobec 7,5% w lipcu, a dynamika importu obniżyła się do -4,1% r/r wobec 8,3%. Choć nasza prognoza salda na rachunku obrotów bieżących kształtuje się poniżej oczekiwań rynkowych (-568 mln EUR) uważamy, że publikacja danych nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.
- ✔ **We wtorek poznamy finalne dane o wrześniowej inflacji w Polsce.** Dostrzegamy niewielkie ryzyko, że tempo wzrostu cen zostanie zrewidowane w górę w porównaniu do wstępnego szacunku (do 2,7% r/r wobec 2,9% w sierpniu). Uważamy, że w kierunku spadku wskaźnika inflacji we wrześniu oddziaływała niższa dynamika cen żywności i paliw. Z kolei inflacja bazowa ukształtowała się naszym zdaniem na poziomie 2,2-2,3% r/r we wrześniu wobec 2,2% w sierpniu. Publikacja danych o inflacji będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- ✔ **W czwartek opublikowane zostaną wrześniowe dane o zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika zatrudnienia zwiększyła się do 2,7% r/r we wrześniu z 2,6% w sierpniu ze względu na oddziaływanie efektu niskiej bazy sprzed roku. Z kolei dynamika przeciętnego wynagrodzenia wzrosła naszym zdaniem do 7,4% r/r we wrześniu wobec 6,8% w sierpniu, co było efektem przesunięć zmiennych składników wynagrodzenia w górnictwie. Publikacja danych o zatrudnieniu i wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw, choć istotna dla prognozy dynamiki konsumpcji prywatnej w III kw., będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rynku długu.
- ✔ **W piątek poznamy dane o produkcji przemysłowej w Polsce.** Prognozujemy, że jej dynamika zwiększyła się do 4,3% r/r z -1,3% w sierpniu. Na wzrost dynamiki złożyły się korzystne efekty kalendarzowe i oddziałujące w przeciwnym kierunku dalsze pogorszenie koniunktury w Niemczech. Uważamy, że materializacja naszej prognozy, niższej od oczekiwań rynkowych (5,0% r/r), będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- ✔ **W ubiegłym tygodniu opublikowano Minutes z wrześniowego posiedzenia FOMC.** W zapisie dyskusji na szczególną uwagę zasługują rosnące obawy członków FOMC dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego w USA. Zgodnie z treścią *Minutes* modele ekonometryczne FED wskazują na wzrost prawdopodobieństwa wystąpienia recesji w amerykańskiej gospodarce w średnim okresie ze względu na czynniki ryzyka związane wojnami handlowymi oraz otoczeniem zewnętrznym. Członkowie FOMC w swojej dyskusji zwrócili uwagę, że choć utrzymuje się bardzo dobra sytuacja na rynku pracy to pojawiają się oznaki osłabienia inwestycji, produkcji w przetwórstwie oraz eksportu. Członkowie FOMC wyrazili również obawy, że istnieje już tylko niewielka przestrzeń dzieląca bieżący poziom stóp procentowych od zera. Jednocześnie dyskusja ujawniła podział pomiędzy członkami FOMC jeśli chodzi o preferowany przez nich kształt polityki monetarnej FED. Część z nich uważa, że należy silnie złagodzić politykę pieniężną, co miałyby uchronić Rezerwę Federalną przed utrzymywaniem w przyszłości stóp procentowych na niskim poziomie przez dłuższy czas. Jest również grupa członków FOMC, która obawia się, że zbyt silne

rozluźnienie polityki monetarnej może pozbawić FED narzędzi stymulacji wzrostu gospodarczego w przyszłości. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym FED w październiku lub grudniu obniży stopy procentowe o 25 pb. Z kolei w 2020 r. zakładamy kolejne dwie obniżki o 25 pb każda, będące odpowiedzią na wyraźne spowolnienie wzrostu PKB będące efektem dalszego pogorszenia koniunktury na świecie oraz eskalacji wojny handlowej na linii USA-Chiny (por. MAKROmapa z 23.09.2019). Rynek wycenia obecnie obniżkę o 30pb do końca 2019 r. oraz o ok 40pb do kwietnia 2020 r. (względem bieżącego poziomu).

- ✔ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z niemieckiej gospodarki.** Produkcja przemysłowa zwiększyła się w sierpniu o 0,3% m/m wobec spadku o 0,4% w lipcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-0,1%). Zwiększenie jej miesięcznej dynamiki wynikało z wyższej dynamiki produkcji w przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miało jej obniżenie w energetyce oraz budownictwie. Zmniejszyły się natomiast zamówienia w niemieckim przetwórstwie (-0,6% m/m w sierpniu wobec -2,1% w lipcu), co było poniżej oczekiwań rynku (-0,3%). Niższe tempo spadku zamówień było efektem wyższej dynamiki zamówień zagranicznych, podczas gdy przeciwny wpływ miało obniżenie dynamiki zamówień krajowych. W przypadku dynamiki zamówień zagranicznych jej zwiększenie wynikało z wyższej dynamiki zamówień spoza strefy euro, podczas gdy tempo wzrostu zamówień z krajów należących do obszaru wspólnej waluty nie zmieniło się w porównaniu do lipca. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. niemieckiego bilansu handlowego, którego saldo zmniejszyło się w sierpniu do 18,1 mld wobec 20,5 mld w lipcu, co było poniżej oczekiwań rynku (19,1 mld EUR). Jednocześnie dynamika niemieckiego eksportu obniżyła się w sierpniu do -1,8% m/m wobec 0,8% w lipcu, a dynamika importu wzrosła do 0,5% wobec -1,0%. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy zakładającej spadek niemieckiego PKB w III kw. o 0,1% kw/kw, a więc wystąpienia w Niemczech tzw. technicznej recesji.
- ✔ **Inflacja CPI w USA we wrześniu nie zmieniła się w porównaniu do sierpnia i wyniosła 1,7% r/r (0,0% m/m we wrześniu wobec 0,1% w sierpniu), kształtując się poniżej oczekiwań rynku (1,8%).** Na stabilizację inflacji złożyły się niższa dynamika cen nośników energii oraz wyższa dynamika cen żywności. Inflacja bazowa nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 2,4%, pozostając na najwyższym poziomie od września 2008 r. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w październiku do 96,0 pkt. wobec 93,2 pkt. we wrześniu, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (92,0 pkt.). Jego wzrost wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB nie zmieni się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniesie 2,0%.
- ✔ **W ubiegłym tygodniu odbyła się kolejna runda negocjacji pomiędzy USA a Chinami.** D. Trump podjął decyzję o odłożeniu w czasie zapowiadanej wcześniej na 15 października podwyżki amerykańskich ceł o 5 pkt. proc. do 30% na towary importowane z Chin o wartości 250 mld USD. W zamian Chiny zobowiązały się do zwiększenia importu amerykańskich surowców rolnych, w szczególności soi i wieprzowiny, tak aby jego roczna wartość ukształtowała się w przedziale 40-50 mld USD, co oznaczałoby jego podwojenie względem poziomu sprzed wojny handlowej. Co więcej, Chiny zadeklarowały, że podpiszą z USA porozumienie o ochronie własności intelektualnej, a także kształtowaniu kursu juana, w którym zobowiążą się do nieprowadzenia polityki kursowej zmierzającej do deprecjacji waluty krajowej w celu poprawy konkurencyjności chińskiego eksportu oraz zwiększą przejrzystość ewentualnych interwencji walutowych. W tym kontekście sekretarz skarbu USA S. Mnuchin powiedział, że Stany Zjednoczone są gotowe wycofać się z określania Chin jako „manipulatora walutowego”. Warto zauważyć, że osiągnięte w ubiegłym tygodniu częściowe porozumienie oznacza jedynie przejściowe wstrzymanie dalszej eskalacji wojny handlowej pomiędzy tymi krajami i nie oznacza zmniejszenia jej skali. Niemniej jest ono negatywne dla dolara i pozytywne dla walut rynków wschodzących. W naszym scenariuszu bazowym podtrzymujemy, że odnotowany w ubiegłym

tygodniu postęp w rozmowach pomiędzy USA a Chinami jest przejściowy i kolejne miesiące przyniosą dalszą eskalację wojny handlowej.

➤ **Na ubiegły piątek zaplanowana była publikacja aktualizacji długoterminowego ratingu długu Polski przez agencje S&P oraz Moody's.** Agencja Moody's nie dokonała jednak rewizji ratingu Polski oraz nie opublikowała raportu kredytowego. Tym samym rating Polski został utrzymany na dotychczasowym poziomie (A2 z perspektywą stabilną). Z kolei agencja S&P, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Jako uzasadnienie takiej oceny wiarygodności kredytowej S&P wskazała 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. Zgodnie z komunikatem, rating mógłby zostać podniesiony, jeśli utrzyma się szybkie tempo wzrostu gospodarczego (wyższe niż u głównych partnerów handlowych) bez zwiększenia długu zagranicznego (tj. bez wzrostu deficytu w na rachunku obrotów bieżących) oraz jeśli nominalna wartość długu publicznego będzie się obniżać dzięki utrzymywaniu nadwyżki budżetowej. Podwyżka ratingu mogłaby nastąpić również, jeśli wprowadzenie Pracowniczych Programów Kapitałowych przyczyniłoby się do wzrostu oszczędności prywatnych. Jednocześnie agencja zwróciła uwagę na ewentualne znaczące pogorszenie sytuacji w finansach publicznych lub szybszy od oczekiwań wzrost płac (przyczyniający się do pogorszenia konkurencyjności) jako czynniki oddziałujące w kierunku pogorszenia oceny wiarygodności kredytowej Polski. Agencja oceniła, że zaproponowane przez rząd zmiany w polityce fiskalnej mają charakter procykliczny i przyczynią się do wzrostu deficytu sektora finansów publicznych. S&P prognozuje, że deficyt sektora GG w relacji do PKB ukształtuje się na poziomie 2,5% w latach 2020-2021 wobec 1,5% w 2019 r. i zmniejszy się do 2,4% w 2022 r. W komunikacie agencja zwróciła uwagę, że zapowiedziana przez rząd podwyżka płacy minimalnej nie powinna istotnie pogorszyć konkurencyjności Polski. Ponadto, w ocenie S&P ostatni wyrok TSUE w sprawie kredytów frankowych będzie oddziaływał w kierunku pogorszenia rentowności banków komercyjnych i ograniczenia akcji kredytowej, jednak nie przyczyni się do znaczącego zmniejszenia stabilności sektora bankowego w Polsce. Uważamy, że agencja będzie potrzebowała kilku kwartałów w celu oceny rezultatów działania PPK. W rezultacie oczekujemy, że w horyzoncie kilku kwartałów S&P nie zmieni ratingu Polski. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję ratingu Polski jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.

➤ PiS wygrywa, płaca minimalna mocno w górę

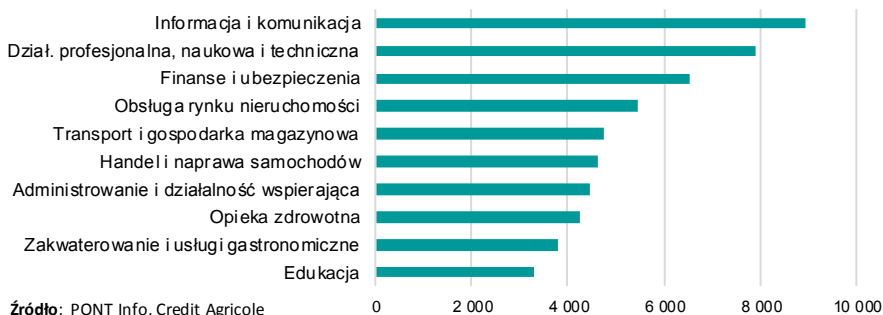
Poniżej przedstawiamy kolejną część naszej analizy dotyczącej efektów zapowiadanego przez PiS silnego wzrostu płacy minimalnej w najbliższych latach (por. MAKROMAPA z 07.10.2019). Tym razem prezentujemy temat z punktu widzenia wpływu na kształtowanie się przeciętnego wynagrodzenia w sektorze usług.

W celu oszacowania wpływu podwyżki płacy minimalnej na poziom przeciętnego wynagrodzenia w polskim sektorze usług posłużyliśmy się analogicznym modelem ekonometrycznym jak w ostatniej MAKROMAPIE. 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. Jako przybliżenie wydajności pracy przyjęliśmy iloraz przychodów netto i liczby pracujących. Każda ze zmiennych została wprowadzona do modelu w postaci 6-miesięcznej średniej ruchomej. Analizę przeprowadziliśmy oddzielnie dla wynagrodzeń w 10 branżach usługowych (patrz wykres poniżej) w przedsiębiorstwach zatrudniających co

najmniej 50 pracowników. Taka wielkość analizowanych jednostek została wymuszona dostępnością danych – część informacji o mniejszych firmach nie jest dostępna w częstotliwości kwartalnej (np. przychody netto).

Za pomocą modelowania ekonometrycznego udało nam się oszacować wpływ podwyżki płacy minimalnej na przeciętne wynagrodzenie tylko w przypadku czterech branż sektora usług. W przypadku pozostałych sześciu kategorii współczynnik stojący przy dynamice płacy minimalnej okazał się statystycznie nieistotny lub przyjął wartość ujemną. Zgodnie z wynikami modelowania wzrost płacy minimalnej o 10% oddziałuje w kierunku zwiększenia nominalnego przeciętnego wynagrodzenia w kategorii „handel hurtowy, detaliczny; naprawa pojazdów samochodowych” o 1,6%, w „transportie i gospodarce magazynowej” o 0,8%, w „działalności związanej z zakwaterowaniem i usługami gastronomicznymi” o 2,2%, a w „działalności w zakresie usług administrowania i działalności wspierającej” o 1,9%. Jest to już efekt uwzględniający opóźnioną reakcję całej siatki płacowej w poszczególnych branżach.

Przeciętne miesięczne wynagrodzenie brutto w przedsiębiorstwach 50+ (PLN, 2018 r.)



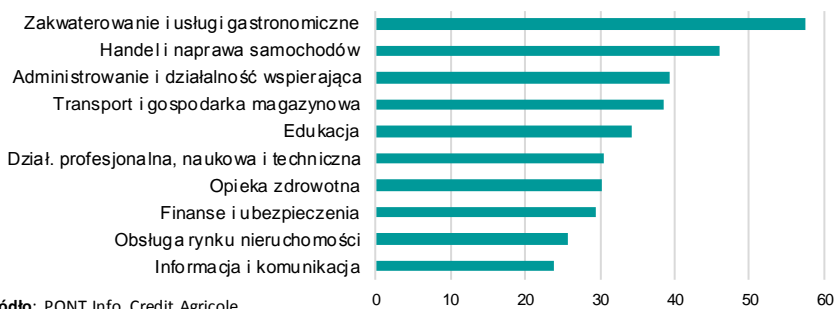
Źródło: PONT Info, Credit Agricole

Brak statystycznie istotnego wpływu płacy minimalnej na przeciętny poziom wynagrodzeń lub kierunek zależności sprzeczny z teorią ekonomii w pozostałych branżach można łatwo uzasadnić. Są to kategorie, o najwyższych przeciętnych zarobkach („informacja i komunikacja”, „działalność finansowa i ubezpieczeniowa”, „działalność

związana z obsługą rynku nieruchomości”, „działalność profesjonalna, naukowa i techniczna”). Odsetek pracujących, których wynagrodzenie nie przekracza płacy minimalnej jest w nich zatem najprawdopodobniej niższy niż w innych kategoriach. Są to również branże z istotnym zaangażowaniem sektora publicznego (edukacja i opieka zdrowotna), w których płace charakteryzują się relatywnie niską zmiennością.

Należy ponownie zwrócić uwagę, że przedstawione powyżej szacunki wpływu (lub jego braku) płacy minimalnej na przeciętne wynagrodzenie dotyczy wyłącznie przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 pracowników. Są to firmy zwykle charakteryzujące się wyższą wydajnością, a co za tym idzie oferującym wyższe wynagrodzenie, co oddziałuje w kierunku obniżenia odsetka osób otrzymujących minimalne wynagrodzenie w porównaniu do przedsiębiorstw zatrudniających mniejszą liczbę pracowników. Dlatego oddzielnie przeanalizowaliśmy sytuację w firmach zatrudniających mniej niż 10 pracowników (tzw. mikroprzedsiębiorstwa). Odsetek osób zarabiających płacę minimalną jest w tych jednostkach zdecydowanie wyższy niż w całej populacji (np. 57% wobec 38% w przypadku „zakwaterowania i gastronomii”, czy 46% wobec 22% w przypadku „handlu i naprawy samochodów”). Tym samym, wpływ podwyżki płacy minimalnej w mikroprzedsiębiorstwach będzie silniejszy niż w większych firmach.

Odsetek pracujących w mikroprzedsiębiorstwach, których wynagrodzenie nie przekracza płacy minimalnej(%, 2017 r.)



Źródło: PONT Info, Credit Agricole

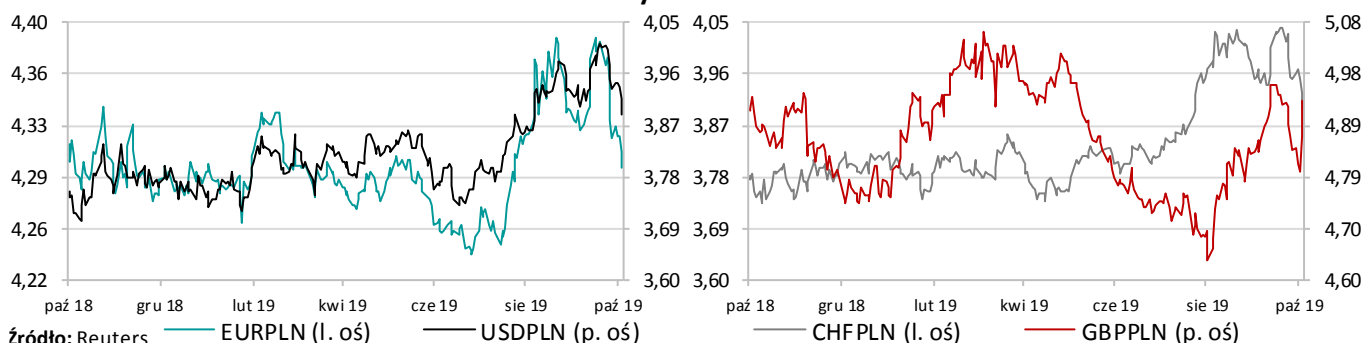
W krótkim okresie będzie on co najmniej równy udziałowi pracowników z płacą minimalną w tych sektorach pomnożonym przez skalę podwyżki płacy minimalnej. Dla przykładu wzrost płacy minimalnej o 10%, przyczyni się do wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w „zakwaterowaniu i usługach gastronomicznych” o 5,7%, „handlu i naprawie pojazdów

samochodowych” o 4,6%, w „administrowaniu i działalności wspierającej” oraz „transporcie i gospodarce magazynowej” o 3,9%, w „edukacji” o 3,4%, w „działalności finansowej i ubezpieczeniowej” i „opiece zdrowotnej o 3,0%, w „finansach i ubezpieczeniach” o 2,9%, „obsłudze rynku nieruchomości” o 2,6%, a w „informacji i komunikacji” o 2,4%. Na podstawie wyników modelowania w ramach budownictwa i przetwórstwa przemysłowego (por. MAKROmapa z 07.10.2019) można jednak oczekiwać, że w średnim okresie wpływ podwyżek płacy minimalnej na przeciętną dynamikę wynagrodzeń (uwzględniający opóźnioną reakcję całej siatki płacowej) będzie wyższy niż wynikałoby to z odsetka osób z minimalną pensją w poszczególnych branżach usługowych. W usługach występuje bowiem mniejsza konkurencja międzynarodowa niż w przetwórstwie, co pozwala na większy wzrost przeciętnych płac rekompensowany podwyżkami cen produktów końcowych.

Przeprowadzona powyżej analiza wskazuje, że podwyżka płacy minimalnej przyczyni się do wzrostu przeciętnego wynagrodzenia przede wszystkim w mikroprzedsiębiorstwach, podczas gdy w większych firmach efekty te będą ograniczone do branż oferujących obecnie relatywnie niskie (na tle innych kategorii wynagrodzenie). Biorąc pod uwagę wyniki wczorajszych wyborów, zapowiedzi rządu stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej i konsumpcji (por. tabela poniżej). W połączeniu ze znaczącym wzrostem kosztów pracy związanym z wprowadzeniem PPK i likwidacją tzw. 30-krotności, będzie to czynnik oddziałujący w kierunku spadku zatrudnienia i ograniczenia wzrostu inwestycji przedsiębiorstw w najbliższych latach. Zarysowane tendencje, w warunkach pogorszenia perspektyw światowego wzrostu gospodarczego, są neutralne dla dynamiki PKB w 2020 r. (3,5%) i stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2021 r. (2,8%).

Wynik wyborów parlamentarnych neutralny dla złotego

Kursy walutowe



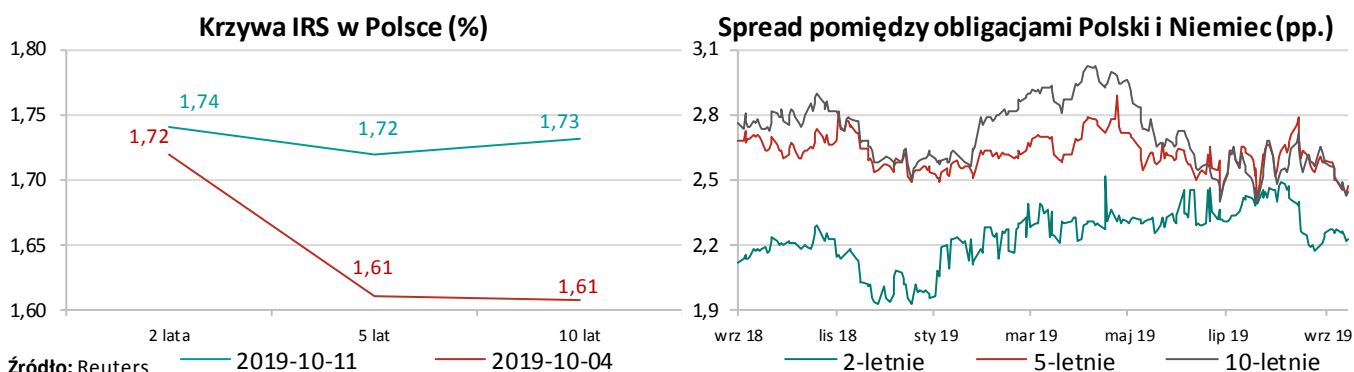
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2982 (umocnienie złotego o 0,5%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym wspierany przez obniżenie światowej awersji do ryzyka odzwierciedlane spadkiem indeksu VIX. Większy apetyt na ryzykowne aktywa był związany z rosnącymi oczekiwaniami na deeskalację wojny handlowej na linii USA-Chiny.

Relatywnie niskiej na tle poprzednich tygodni zmienności kursu złotego sprzyjał ubogi kalendarz publikacji makroekonomicznych.

Ze względu na charakter ubiegłotygodniowego spadku kursu EURPLN związany z obniżeniem globalnej awersji do ryzyka, złoty umacniał się również względem dolara amerykańskiego oraz franka szwajcarskiego. Złoty osłabił się natomiast względem funta brytyjskiego, co wynikało z silniejszego spadku kursu EURGBP niż EURPLN, będącego efektem obniżającego się, w opinii inwestorów, prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy.

Wynik wyborów parlamentarnych, podobnie jak opublikowane w piątek wieczorem aktualizacji ratingu Polski przez agencję S&P, są w naszej ocenie neutralne dla złotego (patrz wyżej). Osiągnięte w ubiegły piątek częściowe porozumienie pomiędzy USA a Chinami jest lekko pozytywne dla złotego. W tym tygodniu kluczowa dla polskiej waluty będzie publikacja krajowych danych o produkcji przemysłowej. W przypadku realizacji naszej niższej od oczekiwań prognozy, dane mogą być lekko negatywne dla złotego. Pozostałe dane z polskiej gospodarki (bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw oraz finalna inflacja) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Neutralne dla polskiej waluty będą również dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na budowę), Chin (PKB, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inwestycje w aglomeracjach miejskich) oraz Niemiec (indeks ZEW).

Krajowe dane o produkcji przemysłowej w centrum uwagi rynku



Źródło: Reuters

W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,74 (wzrost o 2pb), 5-letnie do 1,72 (wzrost o 11pb), a 10-letnie do 1,73 (wzrost o 12pb). W pierwszej części tygodnia stawki IRS były stabilne. W czwartek i w piątek doszło do wzrostu stawek IRS na całej długości krzywej w ślad za rynkami bazowymi. Wzrost rentowności amerykańskich i niemieckich obligacji wynikał ze wzrostu oczekiwań inwestorów na deeskalację wojny handlowej na linii USA-Chiny. Piątkowa aktualizacja polskiego ratingu przez agencję S&P została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym nie miała one wpływu na stawki IRS.

Wynik wyborów parlamentarnych, jak również opublikowana w piątek wieczorem aktualizacja ratingu Polski przez agencję S&P, są w naszej ocenie neutralne dla krzywej (patrz wyżej). Osiągnięte w ubiegły piątek częściowe porozumienie pomiędzy USA a Chinami będzie w naszej ocenie sprzyjać wzrostowi rentowności na rynkach bazowych, za którymi najprawdopodobniej podążać będą krajowe stawki IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie publikacja danych o polskiej produkcji przemysłowej, która może przyczynić się do nieznacznego spadku stawek IRS. Uważamy, że pozostałe krajowe dane (bilans płatniczy, zatrudnienie i przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw oraz finalna inflacja) nie będą miały istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą w naszej ocenie również dane z USA (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, liczba rozpoczętych budów, nowe pozwolenia na

budowę), Chin (PKB, sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa, inwestycje w aglomeracjach miejskich) oraz Niemiec (indeks ZEW).

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	-2,0		
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	-4,1		

* 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	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 14.10.2019 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Wrzesień	34,8		33,3
14:00	Polska	Saldo na rachunku obrotów bieżących (mln €)	Sierpień	-814	-641	-568
Wtorek 15.10.2019 r.						
3:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-0,8	-1,4	-1,2
3:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Wrzesień	2,8	3,1	2,9
10:00	Polska	Inflacja CPI (% r/r)	Październik	2,6	2,7	2,8
11:00	Niemcy	Indeks ZEW (pkt.)	Październik	-22,5	-24,0	-27,0
14:30	USA	Indeks NY Fed dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	2,0		0,8
Środa 16.10.2019 r.						
11:00	Strefa euro	Inflacja HICP (% r/r)	Wrzesień	0,9	0,9	0,9
14:00	Polska	Inflacja bazowa (% r/r)	Wrzesień	2,2	2,3	2,3
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	0,4	0,3	0,3
Czwartek 17.10.2019 r.						
10:00	Polska	Zatrudnienie w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	2,6	2,7	2,6
10:00	Polska	Wynagrodzenia w sektorze przeds. (% r/r)	Wrzesień	6,8	7,4	7,1
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Październik			
14:30	USA	Liczba rozpoczętych budów (tys.)	Wrzesień	1364	1337	1303
14:30	USA	Nowe pozwolenia na budowę (tys.)	Wrzesień	1425	1375	1355
14:30	USA	Indeks Filadelfia Fed (pkt.)	Październik	12,0		8,0
15:15	USA	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	0,6	-0,2	-0,1
Piątek 18.10.2019 r.						
4:00	Chiny	PKB (% r/r)	III kw.	6,2	6,0	6,1
4:00	Chiny	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	7,5	7,8	7,8
4:00	Chiny	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	4,4	4,7	5,0
4:00	Chiny	Inwestycje w aglomeracjach miejskich (% r/r)	Wrzesień	5,5	5,5	5,4
10:00	Polska	Produkcja przemysłowa (% r/r)	Wrzesień	-1,3	4,3	5,0
10:00	Polska	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	0,7	0,6	0,5

* 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