

W tym tygodniu

- **Najistotniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja październikowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro spadł do 50,0 pkt. w październiku wobec 50,1 pkt. we wrześniu. Na zmniejszenie wskaźnika złożyły się stabilizacja koniunktury w Niemczech oraz jej nieznaczne pogorszenie we Francji. Jednocześnie oczekujemy, że indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa wzrośnie w październiku do 42,2 pkt. wobec 41,7 pkt. we wrześniu. W piątek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększy się w październiku do 94,8 pkt. wobec 94,6 pkt. we wrześniu. Wyniki badań koniunktury będą szczególnie istotne w kontekście oceny perspektyw obserwowanego w ostatnich kwartałach spowolnienia wzrostu aktywności w obszarze wspólnej waluty oraz tendencji w handlu międzynarodowym. Będą one również ważne z punktu widzenia oceny negatywnego wpływu dekonunktury w Niemczech na sytuację w polskim przetwórstwie przemysłowym. Nasze prognozy dotyczące wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach kształtują się blisko konsensusu, a tym samym ich publikacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC.** Oczekujemy, że po znaczącym złagodzeniu polityki monetarnej we wrześniu, EBC utrzyma status quo w tym tygodniu. Podczas konferencji prasowej, podobnie jak przed miesiącem, M. Draghi będzie najprawdopodobniej wzywał kraje strefy euro do rozluźnienia polityki fiskalnej w warunkach pogarszających się perspektyw gospodarczych. Będzie to jednocześnie ostatnie posiedzenie, któremu będzie przewodniczył M. Draghi – w październiku kończy się jego kadencja na stanowisku prezesa EBC. Z początkiem listopada pozycję tą obejmie Ch. Lagarde, dotychczasowa szefowa MFW. Oczekujemy, że wydzwięk konferencji po posiedzeniu EBC będzie neutralny dla rynków finansowych.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA.** Prognozujemy, że wstępne zamówienia na dobra trwałe obniżyły się o 0,9% m/m we wrześniu wobec wzrostu o 0,2% w sierpniu z uwagi na niższe zamówienia w branży transportowej. Oczekujemy, że dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości we wrześniu potwierdzą dane dotyczące sprzedaży nowych domów (709 tys. we wrześniu wobec 713 tys. w sierpniu) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,42 mln wobec 5,49 mln w sierpniu). Na utrzymujące się dobre nastroje konsumenckie wskaże finalny indeks Uniwersytetu Michigan (96,5 pkt. w październiku wobec 93,2 pkt. we wrześniu i 96,0 pkt. we wstępnym szacunku). Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z USA na kurs złotego oraz rentowności polskich obligacji będzie ograniczony.
- **Dzisiaj poznamy dane o sprzedaży detalicznej w Polsce.** Prognozujemy, że jej nominalna dynamika zwiększyła się do 8,2% r/r we wrześniu wobec 6,0% w sierpniu, do czego przyczyniły się efekty niskiej bazy sprzed roku w kategorii „pojazdy samochodowe, motocykle, części”, korzystna różnica w liczbie dni roboczych oraz utrzymujące się bardzo dobre nastroje konsumenckie. Nasza prognoza jest zbliżona do konsensusu rynkowego (8,0%), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla złotego oraz rentowności polskich obligacji.
- **We wtorek opublikowane zostaną dane o produkcji budowlano-montażowej w Polsce.** Prognozujemy, że dynamika produkcji zwiększyła się we wrześniu do 6,5% r/r wobec 2,7% w sierpniu. W kierunku wzrostu jej dynamiki oddziaływały korzystne efekty kalendarzowej. Nasza prognoza kształtuje się blisko oczekiwań rynkowych (6,6%), a tym samym jej materializacja będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

- **W ubiegłym tygodniu brytyjski parlament podjął decyzję o odłożeniu w czasie głosowania w sprawie przyjęcia porozumienia wynegocjowanego przez B. Johnsona z UE w sprawie *Brexitu*.** Głosowanie zostało wstrzymane dopóki premier B. Johnson nie podda pod głosowanie ustaw, których brak mógłby później zablokować techniczne przeprowadzenie *Brexitu*. W konsekwencji B. Johnson, zobligowany przez brytyjski parlament, złożył wniosek do Rady Europejskiej o kolejne przesunięcie terminu *Brexitu*, tym razem do 31 stycznia 2020 r. Jednocześnie w odrębnym liście podkreślił, że robi to wbrew swojej woli i zrobi wszystko, aby *Brexit* nastąpił zgodnie z planem, tj. 31 października. W naszej ocenie wskazuje to, że realne pozostają wszystkie dotychczasowe scenariusze, od wyjścia Wielkiej Brytanii z UE na podstawie umowy już 31 października po *hard Brexit*. Niemniej uważamy, że najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest wyjście Wielkiej Brytanii z UE na podstawie umowy wynegocjowanej przez B. Johnsona. Zgodnie z treścią porozumienia, Irlandia Północna pozostałaby częścią unii celnej Wielkiej Brytanii. Tym samym podlegałaby ona wszystkim umowom handlowym podpisanym w przyszłości przez Wielką Brytanię. Jednocześnie porozumienie zakłada brak twardej granicy między Irlandią Północną a Republiką Irlandii i przesunięcie jej na Morze Irlandzkie. W praktyce oznaczałoby to, że w portach i na lotniskach Irlandii Północnej odbywałaby się kontrola celna, podczas której stosowane byłyby unijne stawki celne. Niemniej w przypadku towarów pochodzących z Wielkiej Brytanii skierowanych do Irlandii Północnej firmy uzyskiwałyby później zwrot cła. Jednocześnie umowa zakłada wprowadzenie dwuletniego okresu przejściowego, z możliwością przedłużenia o dwa lata. W czasie jego trwania zostałby utrzymany status quo w relacjach gospodarczych pomiędzy UE a Wielką Brytanią, przy czym Wielka Brytania nie brałaby udziału w pracach instytucji europejskich. Podczas okresu przejściowego Wielka Brytania i UE miałyby wynegocjować porozumienie o wolnym handlu. Decyzja brytyjskiego parlamentu o odłożeniu w czasie głosowania w sprawie przyjęcia porozumienia wynegocjowanego przez B. Johnsona, zwiększająca nieznacznie prawdopodobieństwo wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy, jest lekko negatywna dla kursu funta brytyjskiego względem euro i euro względem dolara.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki.** Miesięczna dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się we wrześniu do -0,4% wobec 0,8% w sierpniu (-0,1% r/r we wrześniu wobec 0,4% w sierpniu – pierwszy spadek w ujęciu rocznym od listopada 2016 r.). W kierunku jej obniżenia oddziaływała niższa dynamika produkcji w przetwórstwie oraz w górnictwie, podczas gdy przeciwny wpływ miało wyższe tempo wzrostu produkcji w dostarczaniu mediów. Do obniżenia dynamiki produkcji w przetwórstwie przyczynił się strajk w koncernie samochodowym General Motors, z kolei tempo wzrostu produkcji w górnictwie ograniczane było przez spadek cen ropy naftowej na światowym rynku. Jednocześnie stopień wykorzystania mocy wytwórczych zmniejszył się we wrześniu do 77,5% wobec 77,9% w sierpniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane o sprzedaży detalicznej, która obniżyła się we wrześniu o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,6% w sierpniu, co jest jej pierwszym spadkiem w ujęciu miesięcznym od lutego br. Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży obniżyła się we wrześniu do -0,1% m/m wobec 0,2% w sierpniu. W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. pozwoleń na budowę domów (1387 tys. we wrześniu wobec 1425 tys. w sierpniu) oraz rozpoczętych budów domów (1256 tys. wobec 1386 tys.), które wskazały na obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości po jej przejściowym wzroście w sierpniu. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także regionalne, mieszane wyniki badań koniunktury w amerykańskim przetwórstwie. Indeks NY Empire State zwiększył się w październiku do 4,0 pkt. wobec 2,0 pkt. we wrześniu, podczas gdy indeks Philadelphia FED spadł w październiku do 5,6 pkt. wobec 12,0 pkt. we wrześniu. Ubiegłotygodniowe dane z USA stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w sprowadzone do wymiaru

rocznego tempa wzrostu amerykańskiego PKB nie zmieni się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniesie 2,0%. Publikacje słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiej gospodarki sprzyjały w ubiegłym tygodniu osłabieniu dolara względem euro.

- ✔ **Inflacja CPI w Polsce obniżyła się we wrześniu do 2,6% r/r wobec 2,9% w sierpniu, kształtując się zgodnie ze wstępnym szacunkiem GUS.** Zmniejszenie inflacji we wrześniu wynikało z niższej dynamiki cen żywności i napojów bezalkoholowych, paliw oraz nośników energii (por. MAKROpuls z 15.10.2019). Przeciwny wpływ miała wyższa inflacja bazowa, która zwiększyła się we wrześniu do 2,4% r/r wobec 2,2% w sierpniu. Warto zauważyć, że od początku br. inflacja bazowa pozostaje w trendzie wzrostowym, wskazując na stopniowo narastającą presję inflacyjną w polskiej gospodarce. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie kształtowała się w trendzie wzrostowym i w I kw. 2020 r. wyniesie 3,2% r/r, osiągając swoje maksimum lokalne. Głównym czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia inflacji będzie prognozowana przez nas wyższa inflacja bazowa, podczas gdy przeciwny wpływ będzie miał spadek dynamiki cen paliw. Na początku 2020 r. do zwiększenia inflacji dodatkowo przyczyni się prognozowana przez nas wyższa dynamika cen nośników energii, podczas gdy coraz wolniejsze tempo wzrostu cen żywności będzie miało przeciwny efekt.
- ✔ **Deficyt na rachunków obrotów bieżących w Polsce zmniejszył się w sierpniu do 606 mln EUR wobec 797 EUR w lipcu.** Zwiększenie się salda na rachunku obrotów bieżących wynikało z wyższych sald dochodów pierwotnych i obrotów towarowych (odpowiednio o 386 mln EUR i 290 mln EUR wyższe niż w lipcu), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe salda usług oraz dochodów wtórnych (odpowiednio o 367 mln EUR i 118 mln EUR niższe niż w sierpniu). Dynamika eksportu obniżyła się w sierpniu do 0,2% r/r wobec 7,7% w lipcu, podczas gdy dynamika importu zmniejszyła się do -2,5% wobec 8,4%, do czego w znacznym stopniu przyczynił się efekt statystyczny w postaci niekorzystnej liczby dni roboczych. Prognozujemy, że skumulowane saldo na rachunku obrotów bieżących za ostatnie 4 kwartały w relacji do PKB zwiększy się do 0,0% w III kw. wobec -0,1% w II kw.
- ✔ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw obniżyła się we wrześniu do 6,6% r/r wobec 6,8% w sierpniu.** Spadek rocznej dynamiki płac we wrześniu w porównaniu z sierpniem nastąpił mimo efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Naszym zdaniem jedną z przyczyn spadku nominalnej dynamiki wynagrodzeń we wrześniu było przesunięcie wypłat premii w niektórych branżach. W naszej ocenie czynnikami mającymi rosnący, negatywny wpływ na nominalną dynamikę wynagrodzeń są obniżający się stopień wykorzystania mocy wytwórczych, a także coraz ostrożniejsza polityka płacowa firm, które przygotowują się na wzrost kosztów pracy wynikających ze zmian instytucjonalnych na polskim rynku pracy (por. MAKROpuls z 17.10.2019). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu do sierpnia i wyniosła 2,6%. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie obniżyło się we wrześniu o 3,6 tys. osób wobec spadku o 7,6 tys. osób w sierpniu. Utrzymujący się w ostatnich miesiącach spadek zatrudnienia wskazuje, że rośnie znaczenie restrukturyzacji jako czynnika wpływającego na popyt na pracę. Szacujemy, że realna dynamika funduszu płac (iloczynu zatrudnienia i przeciętnego wynagrodzenia) obniżyła się w III kw. do 6,7% wobec 7,1% w II kw. Niemniej podtrzymujemy naszą prognozę zakładającą lekkie zwiększenie dynamiki spożycia prywatnego do 4,6% r/r w III kw. wobec 4,4% w II kw., będące efektem wypłat świadczeń społecznych oraz bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy.
- ✔ **Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się we wrześniu do 5,6% r/r wobec -1,3% w sierpniu.** Do zwiększenia rocznej dynamiki produkcji przemysłowej we wrześniu w porównaniu z sierpniem przyczynił się efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Wsparciem dla dynamiki produkcji we wrześniu był również efekt niskiej bazy sprzed roku. wśród branż, w których we wrześniu odnotowano najwyższe roczne dynamiki produkcji znalazły się przede wszystkim działy o dużym udziale eksportu w sprzedaży (por. MAKROpuls z 18.10.2019). W świetle wyników badań koniunktury uważamy jednak, że jest to tylko zjawisko

przejściowe wspierane przez opisane wyżej korzystne efekty statystyczne. Struktura danych wskazuje jednocześnie, że spowolnienie w krajowym budownictwie ma coraz silniejszy negatywny wpływ na aktywność w polskim przemyśle. Dane o produkcji przemysłowej w Polsce nie zmieniają naszej prognozy tempa wzrostu PKB w III kw. (4,3% r/r) i w całym 2019 r. (4,4%).

➤ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z Chin.** Tempo wzrostu gospodarczego w Chinach obniżyło się w III kw. do 6,0% r/r wobec 6,2% w II kw. (1,5% kw/kw w III kw. wobec 1,6% w I kw.). Tym samym roczna i kwartalna dynamika PKB ukształtowały się odpowiednio poniżej (6,1% r/r) i zgodnie z oczekiwaniami rynku. Warto odnotować, że roczne tempo wzrostu PKB osiągnęło najniższy poziom od 27 lat. W kierunku obniżenia dynamiki PKB oddziaływały niższe wkłady zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady konsumpcji oraz inwestycji. Wyższe od konsensusu rynkowego okazały się natomiast miesięczne dane nt. produkcji przemysłowej (5,8% r/r we wrześniu wobec 5,0% w sierpniu przy oczekiwaniach równych 4,4%), podczas gdy dane o sprzedaży detalicznej (7,8% r/r we wrześniu wobec 7,5% w sierpniu) i inwestycjach w aglomeracjach miejskich (5,4% r/r we wrześniu wobec 5,5% w sierpniu) były zgodne z konsensusem rynkowym. 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 zgodne z pogorszeniem salda bilansu handlowego Chin oraz w większym stopniu rozluźniona zostanie polityka fiskalna.

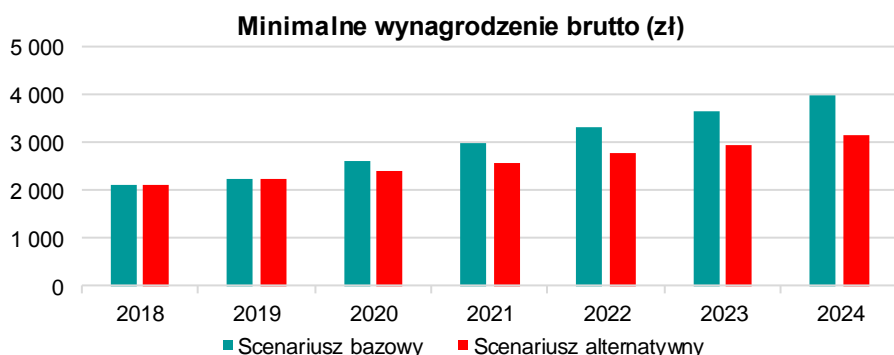
➤ **Indeks ZEW obrazujący nastroje wśród analityków i inwestorów instytucjonalnych w odniesieniu do sytuacji gospodarczej w Niemczech zmniejszył się w październiku do -22,8 pkt. wobec -22,5 pkt. we wrześniu, kształtując się wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (-27,0 pkt).** Zgodnie z komunikatem nieznaczne pogorszenie nastrojów było efektem utrzymujących się obaw respondentów o perspektywę niemieckiej gospodarki. Jednocześnie podchodzą oni z dużą ostrożnością do wyników ostatniego szczytu USA-Chiny, na którym zostało osiągnięte przejściowe porozumienie pomiędzy tymi krajami (por. MAKROmapa z 14.10.2019). Uważamy, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo spadku niemieckiego PKB w III kw. o 0,1% kw/kw, a więc wystąpienia tzw. technicznej recesji (w II kw. niemiecki PKB obniżył się o 0,1% kw/kw).

Zwiększenie płacy minimalnej ograniczy wzrost zatrudnienia

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 skupiamy się na wpływie planowanych podwyżek na zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób.

Zgodnie z teorią ekonomii, przedsiębiorcy chcący maksymalizować swój zysk oferują swoim pracownikom wynagrodzenie równe ich produktywności. Zatem, jeżeli ustawowo ustalony poziom płacy minimalnej ukształtuje się powyżej produktywności niektórych pracowników, ich zatrudnienie staje się nierentowne, co prowadzi do redukcji liczby etatów. Problem ten dotyczy głównie pracowników charakteryzujących się niską produktywnością – zazwyczaj są to osoby młode lub posiadające niskie kwalifikacje. Badania empiryczne potwierdzają negatywny – o zróżnicowanej sile – wpływ wyższej płacy minimalnej na zatrudnienie w Polsce. Szczególnie negatywne efekty obserwowane są w przypadku uboższych regionów (gdzie płaca minimalna jest relatywnie wysoka w porównaniu do przeciętnego wynagrodzenia) lub wśród osób młodych. Na poziomie całego kraju, wzrost płacy minimalnej również oddziałuje w kierunku spadku zatrudnienia, jednak nie zawsze jest on statystycznie istotny. Takie wyniki są również spójne z rekomendacjami OECD dotyczącymi rynku pracy w Polsce. Organizacja zaleca

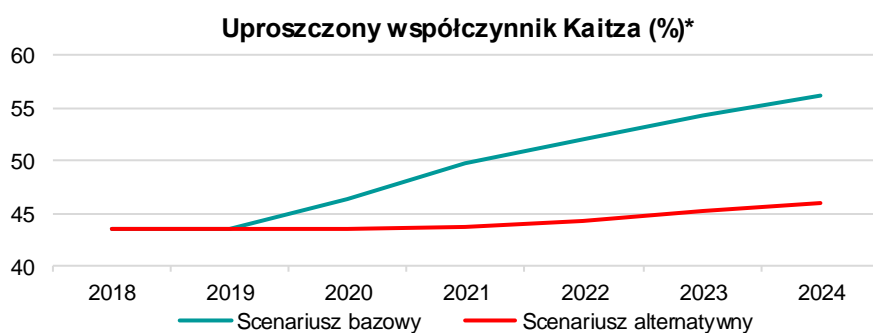
zaprzestanie podwyższania płacy minimalnej w relacji do przeciętnego wynagrodzenia i rozważenie zróżnicowania stawki minimalnej pomiędzy regionami.



Źródło: Credit Agricole

zwiększać w latach 2020-2024 w tempie 7,1% (czyli takim samym jak w 2019 r.). Zatem w scenariuszu bazowym płaca minimalna osiąga z początkiem 2024 r. poziom 4000 zł, a w scenariuszu alternatywnym 3177 zł (por. wykres).

W celu oszacowania wpływu podwyżki płacy minimalnej na dynamikę zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw posłużyliśmy się dwoma scenariuszami. W pierwszym z nich (bazowym) płaca minimalna będzie osiągała poziom zgodny z zapowiedziami PiS. W drugim scenariuszu (alternatywnym) założyliśmy, że płaca minimalna będzie się

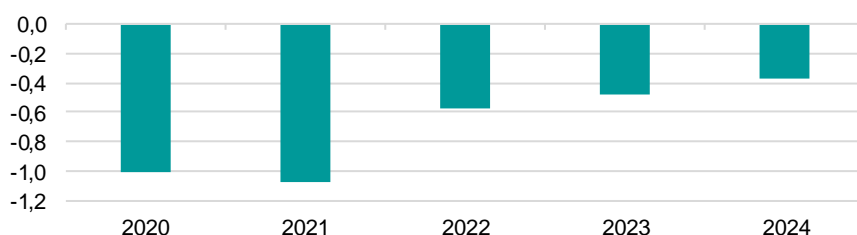


*iloraz płacy minimalnej i przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w SP

Źródło: Credit Agricole

zmienną, gdyż pozwala za pomocą jednej wartości uchwycić dużo informacji nt. skali oddziaływania płacy minimalnej na rynek pracy. W naszej analizie posłużyliśmy się jego uproszczoną wersją – ilorzem nominalnej płacy minimalnej i przeciętnym miesięcznym wynagrodzeniem w sektorze przedsiębiorstw. Uproszczenie to jest podyktowane brakiem informacji o dokładnym odsetku pracowników z minimalnym wynagrodzeniem w badanej przez nas grupie przedsiębiorstw. Uproszczenie to jednak nie powinno zaburzać wyników naszej analizy gdyż odsetek ten na poziomie gospodarki narodowej był stabilny w ostatnich latach. Zakładamy, że tempo wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw będzie kształtowało się w lekkim trendzie spadkowym w horyzoncie naszej prognozy w obu scenariuszach – w bazowym spadek z 8,3% r/r w 2020 r. do 5,3% w 2024 r. W scenariuszu alternatywnym będzie ono niższe o ok. 1 pkt. proc. w latach 2020-2021 i nie więcej niż 0,5 pkt. proc. w latach 2022-2024 niż w scenariuszu bazowym ze względu na wolniejszy wzrost płacy minimalnej. Założyliśmy, że elastyczność przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw względem płacy minimalnej wynosi 13% (tj. 10% procentowy wzrost płacy minimalnej podbija przeciętne wynagrodzenie o 1,3%). Odsetek osób otrzymujących minimalną stawkę jest najprawdopodobniej mniejszy w sektorze przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 9 pracowników niż w gospodarce narodowej (13%), gdyż tacy pracownicy są skoncentrowani w mikroprzedsiębiorstwach. Z drugiej strony, takie zawyżenie odsetka pozwala nam na uwzględnienie w ramach elastyczności również pozytywnego wpływu wzrostu minimalnego wynagrodzenia na całą siatkę płac, a nie ograniczenie się tylko do efektu arytmetycznego (por. MAKROmapa z 7.10.2019). Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje płacowe w scenariuszu bazowym uproszczony współczynnik Kaitza zwiększa się z 43,5% w 2019 r. do 56,2% w 2024 r. Z kolei w scenariuszu alternatywnym skala jego wzrostu jest mniejsza – osiąga on wartość 46,0% w 2024 r.

W badaniach empirycznych wpływ zmian płacy minimalnej na zatrudnienie uchwycony jest za pomocą tzw. współczynnika Kaitza, który wyznaczany jest jako stosunek nominalnej płacy minimalnej do przeciętnego wynagrodzenia, pomnożony przez udział pracowników otrzymujących płacę minimalną. Współczynnik Kaitza jest często używaną

**Wpływ wzrostu płacy min. na dynamikę zatrudnienia w SP
(pkt. proc.)***


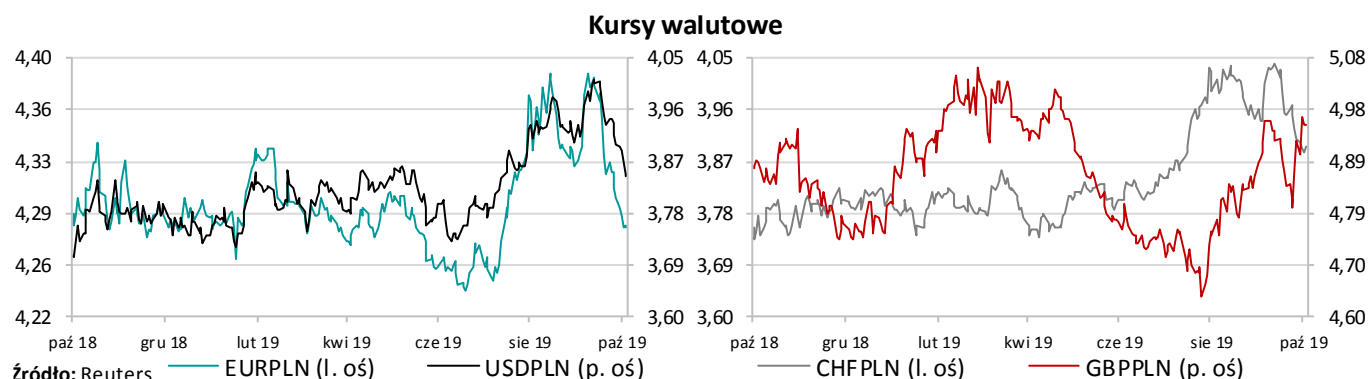
* różnica pomiędzy scenariuszem bazowym i alternatywnym

Źródło: Credit Agricole

W celu oszacowania wpływu podwyżki płacy minimalnej na dynamikę zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw posłużyliśmy się modelem ekonometrycznym. Roczna dynamika zatrudnienia została w nim uzależniona od czterech czynników – realnego tempa wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, dynamiki PKB (reprezentującej popyt na pracę), stopy inwestycji (zmienna obrazująca substytucję pracy kapitałem) oraz rocznej zmiany uproszczonego współczynnika Kaitza. Zgodnie z wynikami modelowania ekonometrycznego zwiększenie rocznego przyrostu uproszczonego współczynnika Kaitza o 1 pkt. proc. (tj. jego szybszy wzrost) oddziałuje w kierunku zmniejszenia rocznej dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw o 0,3 pkt. proc. Wszystkie zmienne objaśniające uwzględnione w modelu są opóźnione w czasie. Należy zwrócić uwagę, że w zależności od doboru opóźnień dla poszczególnych zmiennych oszacowanie parametru przy współczynniku Kaitza pozostaje zawsze ujemne, jednak w wielu przypadkach staje się statystycznie nieistotne. Takie uwarunkowania – wskazujące na trudny do precyzyjnego uchwycenia wpływ wzrostu minimalnego wynagrodzenia na zatrudnienie – są spójne z przytoczonymi powyżej wynikami badań empirycznych. Biorąc pod uwagę zakładane przez nas kształtowanie się współczynnika Kaitza w naszych symulacjach, można szacować, że tempo wzrostu zatrudnienia ukształtuje się w scenariuszu bazowym na poziomie niższym o 1,0-1,1 pkt. proc. w latach 2020-2021 niż w scenariuszu alternatywnym. W kolejnych latach negatywny wpływ silnej podwyżki płacy minimalnej na dynamikę zatrudnienia będzie coraz słabszy i wyniesie 0,4 pkt. proc w 2024 r. (por wykres).

Na podstawie przeprowadzonej symulacji można wnioskować, że ze względu na zapowiedziany przez PiS silny wzrost płacy minimalnej w kolejnych latach, poziom zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw ukształtuje się w 2024 r. na poziomie o 3,5% niższym (ok. 200 tys. pracowników mniej) niż w alternatywnym scenariuszu, w którym płaca minimalna rosnęłaby w takim samym tempie jak w 2019 r. Należy zwrócić uwagę, że nasz szacunek obarczony jest niepewnością. Z jednej strony negatywny wpływ na zatrudnienie może być silniejszy niż zakładamy ze względu na szybkie – na tle historycznym – tempo podwyżek płacy minimalnej. Z drugiej strony, reakcja przedsiębiorców na wzrost minimalnych stawek nie musi ograniczać się wyłącznie do redukcji zatrudnienia. Firmy mają również inne sposoby rekompensowania wyższych kosztów pracy, co ogranicza negatywny wpływ podwyżki płacy minimalnej. Szerzej kwestie te omówimy w kolejnej MAKROmapie. W następnym raporcie przedstawimy również nasze szacunki dotyczące wpływu wzrostu płacy minimalnej na zatrudnienie w Polsce, tym razem z punktu widzenia zmniejszenia liczby etatów koniecznego do utrzymania konkurencyjności cenowej polskiej gospodarki.

Zamieszanie wokół *Brexitu* negatywne dla złotego

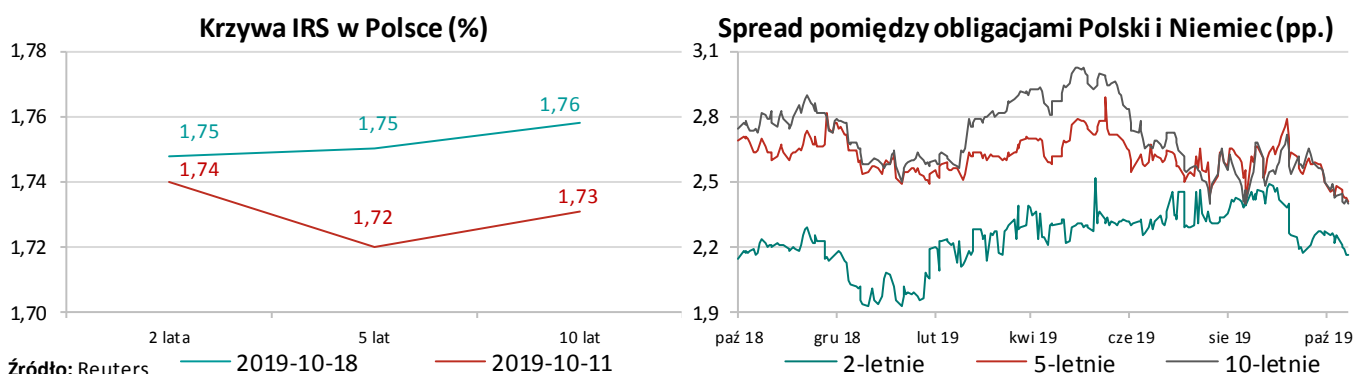


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2814 (umocnienie złotego o 0,5%). Od poniedziałku do czwartku mieliśmy do czynienia z umocnieniem złotego wspieranym przez spadek światowej awersji do ryzyka odzwierciedlany obniżeniem indeksu VIX. Poprawie nastrojów inwestorów sprzyjało osiągnięcie częściowego porozumienia pomiędzy USA a Chinami (por. MAKROmapa z 14.10.2019). W czwartek do umocnienia złotego przyczyniło się również ogłoszone w czwartek porozumienie Wielkiej Brytanii i UE w sprawie *Brexitu*. W piątek kurs EURPLN charakteryzował się niską na tle poprzednich dni zmiennością, a publikacje danych o chińskim PKB i krajowej produkcji przemysłowej nie miały istotnego wpływu na rynek.

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. Umocnienie złotego względem dolara było szczególnie wyraźne ze względu na jednoczesny wzrost kursu EURUSD, któremu sprzyjała publikacja serii słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiej gospodarki (patrz powyżej). Złoty osłabił się natomiast względem funta brytyjskiego, co wynikało z dalszego spadku kursu EURGBP ze względu na ogłoszone porozumienie pomiędzy UE a Wielką Brytanią w sprawie *Brexitu*.

Sobotnia decyzja brytyjskiego parlamentu o odłożeniu w czasie głosowania dotyczącego porozumienia z UE w sprawie *Brexitu*, sygnalizująca nieznaczny wzrost prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy, jest lekko negatywna dla kursu złotego względem euro. Jednocześnie wszelkie informacje napływające w kolejnych dniach nt. *Brexitu* będą oddziaływały w kierunku podwyższonej zmienności na rynku walutowym. W tym tygodniu kluczowe dla polskiej waluty będą publikacje wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (indeksy PMI oraz indeks Ifo dla Niemiec). Nasze prognozy zbliżone są do oczekiwań rynku, tym samym w przypadku ich realizacji dane nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego. Neutralne dla polskiej waluty będą także posiedzenie EBC oraz publikacje danych z Polski (sprzedaż detaliczna, produkcja budowlano-montażowa) i USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan).

Wyniki badań koniunktury w strefie euro w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do poziomu 1,75 (wzrost o 1pb), 5-letnie do 1,75 (wzrost o 3pb), a 10-letnie do 1,76 (wzrost o 3pb). Przez cały ubiegły tydzień obserwowaliśmy wzrost stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi. Była to kontynuacja trendu sprzed dwóch tygodni zapoczątkowanego przez osiągnięcie częściowego porozumienia pomiędzy USA a Chinami. W czwartek w kierunku wzrostu stawek IRS oddziaływało także ogłoszenie porozumienia pomiędzy UE a Wielką Brytanią w sprawie *Brexitu*. Publikacje licznych krajowych danych nie miały istotnego wpływu na krzywą.

Sobotnia decyzja brytyjskiego parlamentu o odłożeniu w czasie głosowania dotyczącego porozumienia z UE w sprawie *Brexitu* może sprzyjać lekkiemu spadkowi stawek IRS. Jednocześnie ewentualne nowe informacje nt. perspektyw *Brexitu* mogą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będą wyniki badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach (indeksy PMI oraz indeks Ifo dla Niemiec). Nie oczekujemy jednak, żeby ich publikacje miały istotny wpływ na krzywą. Neutralne dla stawek IRS będą również posiedzenie EBC oraz publikacje danych z Polski (sprzedaż detaliczna, produkcja budowlano-montażowa) i USA (sprzedaż domów na rynku wtórnym, wstępne zamówienia na dobra trwałe, sprzedaż nowych domów, finalny indeks Uniwersytetu Michigan).

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	4,30
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	3,91
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	3,94
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	2,6	
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	2,4	
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	5,6	
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	0,9	
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	6,6	
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	2,6	
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	-797	-606		
Eksport (r/r, %, EUR)	0,1	14,7	9,3	-0,5	5,9	10,5	7,8	9,4	11,6	-3,1	7,7	0,2		
Import (r/r, %, EUR)	4,9	19,3	10,3	0,2	2,1	8,4	2,8	7,7	10,1	-4,7	8,4	-2,5		

* 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 21.10.2019 r.						
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Wrzesień	6,0	8,2	8,0
Wtorek 22.10.2019 r.						
10:00	Polska	Produkcja budowlano-montażowa (% r/r)	wrzesień	2,7	6,5	6,6
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	9,9	9,7	9,8
16:00	USA	Sprzedaż domów na rynku wtórnym (mln m/m)	Wrzesień	5,49	5,42	5,45
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	-9,0		
Środa 23.10.2019 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Wrzesień	5,2	5,1	5,1
16:00	Strefa euro	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	-6,5		-6,7
Czwartek 24.10.2019 r.						
10:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	41,7	42,2	42,0
11:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Październik	51,6	51,3	51,9
11:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Październik	45,7	46,0	46,0
11:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Październik	50,1	50,0	50,4
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Październik	0,00	0,00	0,00
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	214		215
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	0,2	-0,9	-0,8
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	51,1		50,5
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	713	709	701
Piątek 25.10.2019 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	94,6	94,8	94,5
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	96,0	96,5	96,0

* 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