

## W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED obniży docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej o 25 pb do [1,50%; 1,75%]. Uważamy, że prezes FED J. Powell podczas konferencji po posiedzeniu zwróci uwagę na obecną, relatywnie dobrą sytuację gospodarczą w USA, w tym na warunki na rynku pracy i osiągnięcie częściowego porozumienia z Chinami. Jednocześnie wskaże on na znaczące ryzyko w dół dla wzrostu gospodarczego w USA i na świecie jako główny argument na rzecz złagodzenia polityki pieniężnej. W centrum uwagi rynków będą informacje dotyczące kształtowania się polityki pieniężnej w USA w horyzoncie kilku miesięcy. J. Powell prawdopodobnie podkreśli, że ścieżka stóp procentowych nie jest z góry ustalona i kolejne decyzje FOMC będą uzależnione od napływających danych makroekonomicznych. Obniżka stóp procentowych przez FOMC w tym tygodniu jest zgodna z konsensusem rynkowym i jest w pełni wyceniona przez kontrakty terminowe. Uważamy jednak, że brak wyraźnej zapowiedzi dalszego złagodzenia polityki pieniężnej ze strony J. Powella zostanie odebrany przez rynki jako jastrzębi przekaz, a tym samym będzie oddziaływał w kierunku umocnienia dolara, osłabienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji. W naszym scenariuszu bazowym zakładamy, że kolejne obniżki stóp procentowych w USA (o łącznej skali 50 pb) nastąpią dopiero w I połowie 2020 r.
- **Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie IV Plenum XIX Komitetu Centralnego Komunistycznej Partii Chin, które odbędzie się pomiędzy poniedziałkiem i czwartkiem.** Uważamy, że w warunkach obserwowanego obecnie spowolnienia gospodarczego w Chinach i utrzymujących się napięć w relacjach z USA, obrady plenum będą skupione na kształtowaniu polityki gospodarczej w najbliższych kwartałach. Uważamy, że po zakończeniu plenum władze chińskie najprawdopodobniej ogłoszą konieczność dalszego rozluźnienia polityki pieniężnej i fiskalnej. Materializacja takiego scenariusza będzie oddziaływała w kierunku poprawy nastrojów rynkowych, spadku awersji do ryzyka a tym samym będzie lekko pozytywna dla kursu złotego.
- **W tym tygodniu poznamy istotne dane z realnej sfery gospodarki USA i wyniki badań koniunktury.** W środę zostanie opublikowany wstępny szacunek PKB w III kw. Oczekujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu gospodarczego zmniejszyło się do 1,5% wobec 2,0% w II kw. ze względu na niższy wkład konsumpcji. Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 75 tys. osób w październiku wobec 136 tys. we wrześniu, przy wzroście stopy bezrobocia do 3,6% z 3,5% we wrześniu. Słaby wzrost zatrudnienia będzie efektem głównie strajku w firmie General Motors. Spadek zatrudnienia z tego względu szacujemy na ok. 75 tys. osób. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 120 tys. w październiku wobec 135 tys. we wrześniu). Ze względu na metodykę badania, wspomniany strajk nie będzie miał negatywnego wpływu na odczyt raportu ADP. W piątek opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zwiększy się do 49,0 pkt. w październiku wobec 47,8 pkt. we wrześniu. Nieznaczny wzrost indeksu sygnalizowany był wcześniej przez regionalne wskaźniki koniunktury. Zza oceanu napłyną ponadto wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Oczekujemy, że indeks Conference Board (130,0 pkt. w październiku wobec 125,1 pkt. we wrześniu), podobnie jak finalny indeks Uniwersytetu Michigan (patrz poniżej), wskaże na poprawę nastrojów gospodarstw domowych m.in. ze względu na osiągnięcie częściowego porozumienia na linii USA-Chiny. Naszym zdaniem dane z USA pozostaną w cieniu decyzji FED i będą neutralne dla rynków finansowych.
- **W czwartek opublikowane zostaną istotne dane ze strefy euro.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB nie zmieniła się w III kw. w porównaniu do II kw. i wyniosła się do 0,2%. Ponadto prognozujemy, że inflacja HICP ustabilizowała się w październiku na poziomie 0,8% r/r, na co złożyły się niższa dynamika cen nośników energii i wzrost inflacji bazowej. Nasze prognozy inflacji i PKB kształtują się powyżej konsensusu, ale nie spodziewamy się istotnego wpływu tych

publikacji na kurs złotego i rentowności polskich obligacji.

- **W tym tygodniu poznamy październikowe indeksy PMI dla chińskiego przetwórstwa (Caixin oraz CFLP).** Oczekujemy, że indeks Caixin PMI wzrósł do 51,5 pkt. w październiku wobec 51,4 pkt. we wrześniu, a wartość indeksu CFLP PMI nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 49,8 pkt. Naszym zdaniem wyniki badań koniunktury w Chinach pozostaną w cieniu odbywającego się plenum i będą neutralne dla rynków finansowych.
- **W czwartek poznamy wstępne dane o październikowej inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się do 2,5% wobec 2,6% we wrześniu.** Do spadku inflacji przyczyniła się przede wszystkim niższa dynamika cen paliw. Nasza prognoza kształtuje się zgodnie z konsensusem, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.

## W zeszłym tygodniu

- **Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się we wrześniu w cenach bieżących o 5,3% r/r wobec wzrostu o 6,0% w sierpniu, co było znacząco poniżej naszej prognozy (8,2%) i konsensusu rynkowego (8,0%).** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych obniżyła się we wrześniu do 4,3% r/r wobec 4,4% w sierpniu. Silny spadek rocznej dynamiki sprzedaży detalicznej we wrześniu nastąpił mimo efektu statystycznego w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych, a także efektu niskiej bazy sprzed roku w kategorii „pojazdy samochodowe, motocykle, części”. W strukturze wrześniowej sprzedaży detalicznej na szczególną uwagę zasługuje silny spadek sprzedaży żywności w sklepach wyspecjalizowanych. Naszym zdaniem czynnikiem, który mógł przyczynić się do znaczącego ograniczenia popytu na żywność we wrześniu, był silny skumulowany wzrost cen niektórych towarów żywnościowych (głównie mięsa i warzyw), odnotowany w ostatnich kwartałach (por. MAKROpuls z 21.10.2019). We wrześniu 6-miesięczne średnie kroczące dla rocznej realnej dynamiki sprzedaży w kategoriach „meble, rtv, agd” oraz „sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach”, będące barometrami siły popytu konsumpcyjnego, utrzymały się na wysokim dwucyfrowym poziomie. Czynnikiem oddziałującym w kierunku zwiększenia rocznej dynamiki konsumpcji pozostaje rozszerzony program 500+ i utrzymujące się bardzo dobre nastroje konsumenckie. Tym samym dane o sprzedaży detalicznej nie zmieniają naszej prognozy zakładającej przyspieszenie wzrostu konsumpcji w III kw. (4,6% r/r wobec 4,4% w II kw.).
- **Dynamika produkcji budowlano-montażowej w Polsce zwiększyła się we wrześniu do 7,6% r/r wobec 2,7% w sierpniu.** Do zwiększenia rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej we wrześniu w porównaniu z sierpniem przyczynił się głównie efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się we wrześniu o 0,3% m/m. Podtrzymujemy naszą ocenę krótkoterminowych perspektyw branży budowlanej. Choć w najbliższych kwartałach aktywność w budownictwie pozostanie wysoka, łagodny spadkowy trend dla rocznej dynamiki produkcji utrzyma się. Będzie to związane głównie z wygasaniem cyklu w inwestycjach publicznych, oczekiwanym przez nas profilem absorpcji środków unijnych w ramach bieżącej perspektywy finansowej oraz zakłóceniami ograniczającymi wzrost produkcji w jednostkach zajmujących się budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (por. MAKROpuls z 22.10.2019). Dane o produkcji budowlano-montażowej, w połączeniu z opublikowanymi dwa tygodnie temu danymi o produkcji przemysłowej stanowią ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu PKB w III kw. (4,3% r/r wobec 4,5% w II kw.).
- **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro zwiększył się w październiku do 50,2 pkt. wobec 50,1 pkt. we wrześniu, co było poniżej oczekiwań rynku (50,4 pkt.) i powyżej naszej prognozy (50,0 pkt.).** Zwiększenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze wzrostu składowych zarówno dla bieżącej produkcji w

przetwórstwie jak i aktywności biznesowej w usługach. Niemniej nadal utrzymuje się znacząca różnica pomiędzy sytuacją w usługach i przetwórstwie, gdzie usługi są sektorem podtrzymującym wzrost gospodarczy w obszarze wspólnej waluty. Historycznie takie rozbieżności pomiędzy sektorami były krótkotrwałe, stąd w kolejnych miesiącach istnieje wysokie prawdopodobieństwo pogorszenia koniunktury w usługach w ślad za słabszymi nastrojami w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym poprawę sytuacji odnotowano zarówno w Niemczech jak i we Francji, podczas gdy w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem koniunktura uległa dalszemu pogorszeniu. Z punktu widzenia perspektyw polskiego eksportu szczególnie istotne są nastroje w niemieckim przetwórstwie przemysłowym. Indeks PMI dla niemieckiego przetwórstwa wyniósł 41,9 pkt. w październiku wobec 41,7 pkt. we wrześniu. Tym samym już 10 miesiąc z rzędu ukształtował się on poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. W kierunku nieznacznego zwiększenia indeksu oddziaływały wyższe wkłady jego składowych dla nowych zamówień i bieżącej produkcji, podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady składowych dla zatrudnienia, zapasów oraz czasu dostaw. W strukturze danych warto zwrócić uwagę na wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem, która wynikała zarówno ze wzrostu zamówień krajowych jak i zagranicznych. Mimo to składowa dla nowych zamówień ogółem kształtuje się nadal znacząco poniżej 50 pkt., co wskazuje na wysokie prawdopodobieństwo dalszego spadku aktywności w niemieckim przetwórstwie w kolejnych miesiącach. Dostrzegamy istotne ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w strefie euro w IV kw. zwiększy się do 0,3% wobec 0,2% w III kw.

- **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi nie zmienił się w październiku w porównaniu do września i wyniósł 94,6 pkt., kształtując się nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego (94,4 pkt.).** Na stabilizację indeksu złożyły się zmniejszenie jego składowej dla oceny bieżącej sytuacji oraz wzrost składowej dla oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w przetwórstwie i handlu, podczas gdy sytuacja w budownictwie i usługach pogorszyła się. Dane Ifo w połączeniu z opublikowanymi wstępnymi indeksami PMI (patrz powyżej) stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech zwiększy się w IV kw. do 0,2% wobec -0,1% w III kw.
- **W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami EBC pozostawił stopę depozytową na niezmiennym poziomie (-0,50%). W komunikacie utrzymany został zapis sprzed miesiąca, zgodnie z którym EBC oczekuje, że „podstawowe stopy procentowe EBC pozostaną na obecnym lub niższym poziomie, dopóki Rada nie stwierdzi, że perspektywy inflacji w horyzoncie czasowym jej projekcji wyraźnie zbliżają się do poziomu, który jest wystarczająco blisko, ale poniżej 2%, oraz zbliżenie to konsekwentnie odzwierciedla się w tempie inflacji bazowej”. M. Draghi w swoim wystąpieniu zasugerował również możliwość podniesienia limitów emitenta oraz zaangażowania w poszczególne papiery dłużne. Jednocześnie podkreślił, że limity związane z kluczem kapitałowym należy traktować jako ich skumulowany poziom a nie miesięczny przepływ. Oznacza to, że podczas gdy papiery dłużne Niemiec i Holandii w pierwszej rundzie programu luzowania ilościowego były kupione z niewielką nadwyżką, to zgodnie z kluczem kapitałowym w drugiej rundzie programu ich zakupy będą mniejsze. Jest to spójne z naszą oceną sprzed miesiąca, zgodnie z którą przy zachowaniu bieżących parametrów i zasad programu luzowania ilościowego, aktywów nadających się do zakupu przez EBC starczy maksymalnie na kilkanaście miesięcy i po roku EBC będzie musiał go zmodyfikować. Podczas konferencji prasowej M. Draghi ponownie wezwał kraje strefy euro do rozluźnienia polityki fiskalnej, co miałyby przyspieszyć osiągnięcie celów polityki pieniężnej EBC i zmniejszyć jej skutki uboczne. Ubiegłotygodniowe posiedzenie było ostatnim, któremu przewodniczył M. Draghi. Z początkiem listopada pozycję tą obejmie Ch. Lagarde, dotychczasowa szefowa MFW. Oczekujemy, że w grudniu EBC dokona kolejnej obniżki stopy depozytowej (o 10pb) do -0,60%. Widzimy jednak wzrost prawdopodobieństwa scenariusza, w

którym obniżka nastąpi dopiero w I poł. 2020 r.

- ✓ **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Wstępne zamówienia na dobra trwałe zmniejszyły się we wrześniu o 1,1% m/m wobec wzrostu o 0,3% w sierpniu. Silne zmniejszenie dynamiki zamówień wynikało z niższych zamówień na samoloty w firmie Boeing. Bez uwzględnienia środków transportu dynamika zamówień na dobra trwałe spadła we wrześniu do -0,3% m/m wobec 0,3% w sierpniu. Roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty zmniejszyła się we wrześniu do -0,8% r/r wobec -0,7% w sierpniu, osiągając ujemną wartość już trzeci miesiąc z rzędu. Wskazuje to na wysokie prawdopodobieństwo obniżenia dynamiki inwestycji w kolejnych kwartałach. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (5,38 mln we wrześniu wobec 5,50 mln w sierpniu) oraz sprzedaży nowych domów (701 tys. we wrześniu wobec 706 tys. w sierpniu), które wskazały na obniżenie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w październiku do 95,5 pkt. wobec 93,2 pkt. we wrześniu i 96,0 pkt. we wstępnym szacunku, wskazując na poprawę nastrojów amerykańskich konsumentów. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji, jak i oczekiwań. Ubiegłotygodniowe dane z USA stanowią ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą w sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB obniży się w III kw. do 1,5% wobec 2,0% w II kw.
- ✓ **W ubiegłym tygodniu ambasadorowie Unii Europejskiej odrzucili wniosek Wielkiej Brytanii o przesunięcie terminu *Brexitu* do 31 stycznia 2020 r.** Krajem, który sprzeciwił się tak długiemu odroczeniu terminu *Brexitu* była Francja. Opowiada się ona za przesunięciem terminu *Brexitu* o miesiąc, czyli do 30 listopada. Ostateczną decyzję dotyczącą tego, o ile zostanie odłożony termin *Brexitu* ambasadorowie mają podjąć we wtorek. Dzisiaj w brytyjskim parlamencie ma odbyć się głosowanie w sprawie przedterminowych wyborów, które miałyby zostać ustalone na 12 grudnia. Istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że w warunkach braku decyzji ambasadorów co do nowego terminu *Brexitu*, wniosek nie zyska wymaganej liczby głosów. Wielu parlamentarzystów, na czele z Partią Pracy, obawia się, że dymisja rządu w warunkach nieznanego terminu *Brexitu* mogłaby zwiększyć ryzyko wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy. Tym samym wynik głosowania jest już w znacznym stopniu zdyskontowany przez rynek, stąd też nie oczekujemy istotnej reakcji cen aktywów na tę decyzję. Zgodnie z obecnymi planami 6 listopada w brytyjskim parlamencie odbędzie się głosowanie w sprawie umowy wynegocjowanej przez B. Johnsona. Odrzucenie wniosku Wielkiej Brytanii o przesunięcie terminu *Brexitu* do 31 stycznia 2020 r. zwiększa ryzyko wyjścia tego kraju z UE bez umowy i jest negatywne dla kursu funta względem euro oraz euro względem dolara. Niemniej nadal podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym Wielka Brytania wyjdzie z UE w oparciu o umowę wynegocjowaną przez B. Johnsona (por. MAKROmapa z 21.10.2019).

## Zwiększenie płacy minimalnej ograniczy wzrost zatrudnienia (2)

Poniżej przedstawiamy kolejny raport dotyczący efektów zapowiadanego przez PiS silnego wzrostu płacy minimalnej w najbliższych latach (por. MAKROmapa z 07.10.2019). Podobnie jak przed tygodniem skupiamy się na wpływie planowanych podwyżek na zatrudnienie. Tym razem analizujemy ten problem z punktu widzenia zmiany liczby pracujących poza rolnictwem.

Kluczową kwestią jest znalezienie odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu planowane podwyżki płacy minimalnej przyczynią się do pogorszenia konkurencyjności polskiej gospodarki w zakresie kosztów pracy. Miarą takiej konkurencyjności są tzw. jednostkowe koszty pracy (dalej JKP) czyli iloraz funduszu pracy (zatrudnienie razy przeciętne wynagrodzenie) oraz PKB. Innymi słowy, jest to koszt pracy

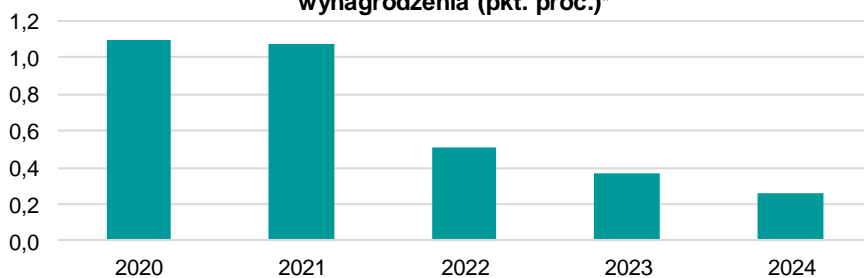
przypadający na jednostkę wytworzonej produkcji. Wzrost JKP (np. ze względu na wzrost wynagrodzeń) przyczynia się do pogorszenia konkurencyjności. Dlatego w poniższej analizie rozważamy, jaki musiałby być spadek zatrudnienia w polskiej gospodarce, który zrównoważyłby szybszy wzrost wynagrodzeń, tak aby te dwa przeciwstawne efekty były neutralne dla kształtowania się JKP.

Należy zwrócić uwagę, że zarysowany wyżej scenariusz ma charakter uproszczony, gdyż dostosowanie po stronie przedsiębiorców do silnego wzrostu płacy minimalnej realizuje się wyłącznie poprzez spadek zatrudnienia. Firmy mogą bowiem przenieść część zwiększonych kosztów pracy na konsumentów, podwyższając ceny swoich produktów. Dlatego w jednym z rozważanych poniżej wariantów symulacji uwzględniliśmy efekt częściowego przeniesienia wyższych płac na ceny w budownictwie i usługach.

Badania empiryczne wskazują na gamę czynników, które ograniczają negatywny wpływ podwyżek płacy minimalnej na poziom zatrudnienia. Wyższe płace mogą motywować dotychczas najgorzej zarabiających pracowników do wydajniejszej pracy, co ogranicza wzrost JKP. Wzrost płacy minimalnej ogranicza również skłonność pracowników do poszukiwania nowej pracy. Zmniejszona rotacja wśród zatrudnionych zmniejsza koszty przedsiębiorców związane z rekrutacją. Przedsiębiorcy mogą również zdecydować się na absorpcję kosztu wyższych wynagrodzeń poprzez obniżenie swojego zysku (spadek rentowności). W takim wariantcie dochodzi również do transferu dochodów od przedsiębiorców do nisko opłacanych pracowników, którzy charakteryzują się niższą skłonnością do oszczędzania, czego efektem są wyższe wydatki konsumenne przyczyniające się do wzrostu popytu i zatrudnienia. Dodatkowo pracodawcy mogą szukać oszczędności poprzez rezygnacje z dodatkowych szkoleń, benefitów pracowniczych niezwiązanych z płacami oraz zmniejszanie liczby przepracowanych godzin, a nie liczby etatów. Innym sposobem przedsiębiorców na radzenie sobie z wyższą płacą minimalną jest realizowanie inwestycji polegających na zwiększeniu wydajności pracy (tzw. wzrost technicznego uzbrojenia pracy), co również ogranicza wzrost JKP.

Naszym zdaniem bardzo trudno jest ocenić skalę oddziaływania wskazanych powyżej czynników ograniczających spadek zatrudnienia. Uważamy jednak, że 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 (dołek w 2023 r.), dostosowanie w postaci ograniczenia zatrudnienia zyska na znaczeniu w porównaniu do scenariusza, w którym mielibyśmy do czynienia ze stabilnym wzrostem PKB.

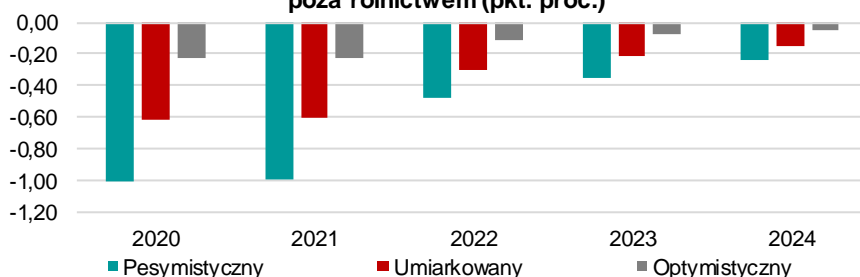
W naszej analizie, jako miarę zatrudnienia przyjęliśmy liczbę pracujących poza rolnictwem wg. BAEL – jest to możliwie najszersze ujęcie liczby zatrudnionych w Polsce. W celu oszacowania wpływu podwyżki płacy minimalnej na liczbę pracujących posłużyliśmy się czterema scenariuszami. W pierwszym z nich (bazowym) zakładamy, że płaca minimalna będzie się zwiększać w latach 2020-2024 w tempie 7,1% (czyli takim samym jak w 2019 r.) i osiągnie poziom 3177 zł w 2024 r. W pozostałych trzech wariantach płaca minimalna będzie osiągała poziomy zgodne z zapowiedziami PiS i wyniesie 4000 zł w 2024 r. Trzy scenariusze alternatywne (pesymistyczny, umiarkowany i optymistyczny) różnią się tylko sposobem reakcji firm na wyższą płacę minimalną w zakresie kształtowania poziomu zatrudnienia, co zostało opisane dokładniej w dalszej części tekstu.

**Wpływ wzrostu płacy min. na dynamikę przeciętnego wynagrodzenia (pkt. proc.)\***


\* różnica pomiędzy wariantami alternatywnymi i scenariuszem bazowym  
 Źródło: Credit Agricole

płacowe, w trzech scenariuszach alternatywnych tempo wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w latach 2020-2021 będzie kształtowało się na poziomie o 1,1 pkt. proc. wyższym niż w scenariuszu bazowym. W kolejnych latach, płaca minimalna będzie rosła coraz wolniej, a tym samym będzie w coraz mniejszym stopniu podbijać tempo wzrostu przeciętnego wynagrodzenia (tylko o 0,3 pkt. proc w 2024 r., por wykres).

W scenariuszu pesymistycznym (tj. wariacie charakteryzującym się największym spadkiem zatrudnienia) zakładamy, że przedsiębiorcy w pełni skompensują sobie wzrost wynagrodzeń redukcją zatrudnienia, tak aby tendencje w zakresie kształtowania się JKP nie zmieniły się (tj. były takie same jak w scenariuszu bazowym, nie przewidującym silnego wzrostu płacy minimalnej). W przypadku realizacji takiego scenariusza odchylenie ścieżki dynamiki liczby pracujących poza rolnictwem od tej przyjętej w scenariuszu bazowym będzie takie samo jak w przypadku tempa wzrostu wynagrodzeń tylko z przeciwnym znakiem. Oznacza to, że w wariacie pesymistycznym w 2024 r. liczba pracujących poza rolnictwem wg BAEL ukształtuje się na poziomie o 3,1% niższym (ok. 455 tys. osób) niż w scenariuszu bazowym.

**Wpływ wzrostu płacy min. na dynamikę liczby pracujących poza rolnictwem (pkt. proc.)\***


\* różnica pomiędzy wariantami alternatywnymi i scenariuszem bazowym  
 Źródło: Credit Agricole

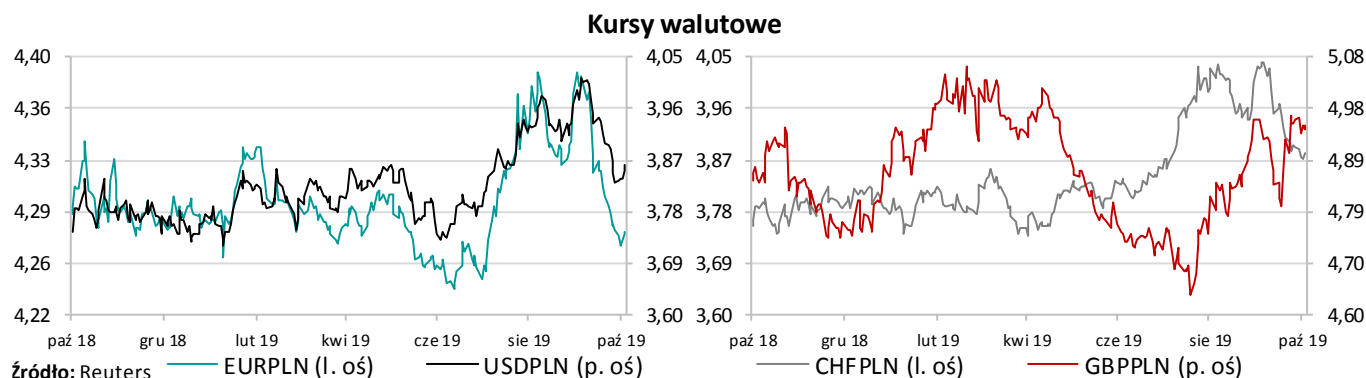
redukcję zatrudnienia (tj. zadziałają w pełni czynniki opisane powyżej). Takie firmy mają do czynienia z ograniczoną konkurencją zagraniczną, a więc mogą pozwolić m.in. na podwyżki cen swoich produktów. Tym samym spadek liczby pracujących w wariacie optymistycznym występuje wyłącznie ze względu na zmniejszenie zatrudnienia w przemyśle. Z kolei w scenariuszu umiarkowanym zakładamy, że firmy usługowe i budowlane w połowie zrekompensują sobie podwyżki wynagrodzeń ograniczeniem zatrudnienia, a w połowie innymi sposobami. W scenariuszu umiarkowanym w 2024 r. liczba pracujących poza rolnictwem wg BAEL ukształtuje się na poziomie o 1,9% niższym (ok. 280 tys. osób mniej) niż w scenariuszu bazowym, a w wariacie optymistycznym będzie ona o 0,7% niższa (ok. 104 tys. osób mniej) niż w scenariuszu bazowym. W każdym wariacie alternatywnym spadek zatrudnienia względem scenariusza bazowego będzie najsilniejszy w latach 2020-2021 i będzie się stopniowo zmniejszał w kolejnych latach (por. wykres).

Założyliśmy, że elastyczność przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej względem płacy minimalnej wynosi 13% (tj. 10% procentowy wzrost płacy minimalnej podbija przeciętne wynagrodzenie o 1,3%). Jest ona równa odsetkowi osób otrzymujących minimalną stawkę wynagrodzenia. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej tendencje

Biorąc pod uwagę wspomniane wyżej czynniki łagodzące negatywny wpływ podwyżki płacy minimalnej na poziom zatrudnienia przeanalizowaliśmy jeszcze dwa scenariusze alternatywne – optymistyczny i umiarkowany. W scenariuszu optymistycznym założyliśmy, że firmy usługowe oraz funkcjonujące w branży budowlanej nie zdecydują się na jakąkolwiek

Na podstawie przeprowadzonej symulacji można wnioskować, że ze względu na zapowiedziany przez PiS silny wzrost płacy minimalnej w kolejnych latach, liczba pracujących poza rolnictwem wg BAEL ukształtuje się w 2024 r. na poziomie niższym o 104-460 tys. pracowników niż w scenariuszu, w którym płaca minimalna rosnęła w takim samym tempie jak w 2019 r. Należy zwrócić uwagę, że szacunki te są spójne z wynikami modelowania ekonometrycznego przedstawionymi w poprzedniej MAKROMapie, zgodnie z którymi zapowiedziany przez PiS silny wzrost płacy minimalnej będzie oddziaływał w kierunku łącznego spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (zatrudniających co najmniej 10 pracowników) o ok. 200 tys. pracowników w horyzoncie do 2024 r.

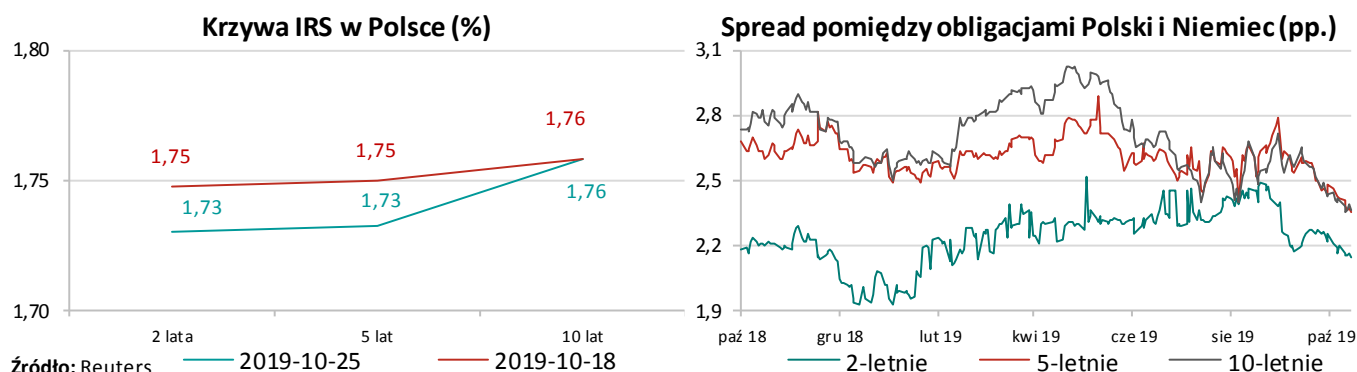
## Dane ze strefy euro mogą osłabić złotego



**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN nie zmienił się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniósł 4,2784.** Od poniedziałku do piątku kurs EURPLN charakteryzował się relatywnie niską zmiennością na tle ostatnich tygodni i kształtował się w przedziale 4,26-4,28. Krajowe dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji-budowlano montażowej, podobnie jak wyniki badań koniunktury w najważniejszych gospodarkach strefy euro (indeksy PMI oraz Ifo dla Niemiec) miały ograniczony wpływ na rynek.

Przez cały ubiegły tydzień mieliśmy również do czynienia z umocnieniem dolara względem euro, co było w znacznym stopniu korektą po wyraźnym wzroście kursu EURUSD dwa tygodnie temu. Publikacje indeksów PMI dla strefy euro oraz danych o zamówieniach w amerykańskim przemyśle miały jedynie przejściowy pozytywny wpływ na kurs euro względem dolara i nie spowodowały odwrócenia trendu. Kurs EURGBP w ubiegłym tygodniu charakteryzował się niską zmiennością, co może sugerować, że inwestorzy czekają na nowe informacje, które zwiększyłyby prawdopodobieństwo któregoś z wariantów *Brexitu*.

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będzie posiedzenie FOMC. Uważamy, że wydzwięk konferencji po posiedzeniu będzie lekko negatywny dla polskiej waluty. W kierunku osłabienia złotego mogą oddziaływać również dane ze strefy euro (PKB, wstępna inflacja). Przeciwny wpływ może mieć natomiast wydzwięk zaplanowanego na ten tydzień plenum chińskiego rządu, który wskaże na wzrost prawdopodobieństwa dalszego rozluźniania polityki fiskalnej w Chinach kolejnych miesiącach. Dane z USA (PKB, zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa), krajowej inflacji oraz indeksy Caixin i CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek. Uwaga inwestorów pozostanie jednocześnie skupiona na informacjach w sprawie *Brexitu*. W przypadku wzrostu prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy można oczekiwać zwiększenia awersji do ryzyka, a w konsekwencji osłabienia kursu złotego.


**Posiedzenie FOMC w centrum uwagi rynku**


W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS obniżyły się do poziomu 1,73 (spadek o 2pb), 5-letnie do 1,73 (spadek o 2pb), a 10-letnie nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 1,76. Początek tygodnia przyniósł spadek stawek IRS, po tym jak w weekend dwa tygodnie temu brytyjski parlament zdecydował się odłożyć w czasie głosowanie w sprawie umowy dotyczącej warunków *Brexitu*. W czwartek i w piątek stawki IRS kształtowały się w trendzie bocznym. Publikacje indeksów PMI dla najważniejszych gospodarek strefy euro, posiedzenie EBC, a także publikacja danych o zamówieniach na dobra trwałe sprzyjały podwyższonej zmienności stawek IRS. W piątek odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2020 r. za 8,0 mld PLN sprzedając papiery o 3-, 5-, 10-, 28-letnich terminach zapadalności za 8,0 mld PLN przy popycie równym 9,1 mld PLN. Aukcja miała ograniczony wpływ na krzywą.

W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie FOMC. Naszym zdaniem wydzwięk konferencji po posiedzeniu może sprzyjać wzrostowi stawek IRS. Do zwiększenia stawek IRS mogą przyczynić się również dane ze strefy euro (PKB, wstępna inflacja). Dane z USA (PKB, zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa), krajowej inflacji oraz indeksy Caixin i CFLP PMI dla chińskiego przetwórstwa będą naszym zdaniem neutralne dla krzywej. Uwaga inwestorów pozostanie jednocześnie skupiona na informacjach w sprawie *Brexitu*. W przypadku wzrostu prawdopodobieństwa wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy można oczekiwać zwiększenia awersji do ryzyka, a w konsekwencji wzrostu stawek IRS.



## 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	<b>4,30</b>
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	<b>3,91</b>
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	<b>3,94</b>
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	5,3	
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**
<b>Poniedziałek 28.10.2019 r.</b>						
9:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	5,7		5,7
<b>Wtorek 29.10.2019 r.</b>						
14:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Sierpień	0,0		0,1
15:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	125,1	130,0	127,4
<b>Środa 30.10.2019 r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Październik	-0,22		-0,24
12:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	0,9	1,0	0,8
13:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Październik	135		120
13:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.	2,0	1,5	1,7
19:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Październik	2,00	1,75	1,75
<b>Czwartek 31.10.2019 r.</b>						
2:00	Chiny	Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.)	Październik	49,8	49,8	49,8
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	III kw.	0,2	0,2	0,1
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	7,4		7,4
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	0,8	0,8	0,8
13:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Wrzesień	0,1		
14:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Październik	47,1		48,0
<b>Piątek 01.11.2019 r.</b>						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	51,4	51,5	51,0
13:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Październik	3,5	3,6	3,6
13:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Październik	136	75	90
14:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	51,5		
15:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	47,8	49,0	48,8

\* 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