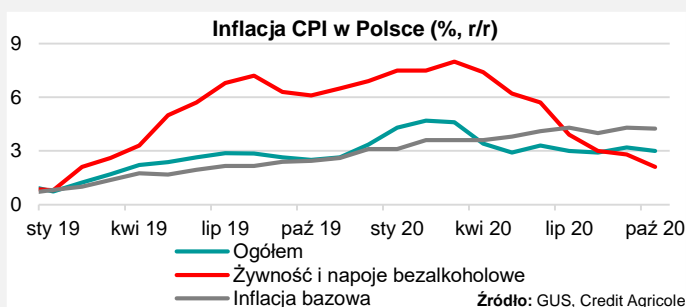


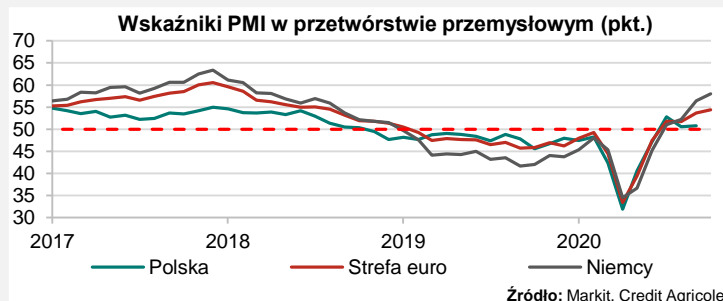
## W tym tygodniu

- ▄ **Najważniejszym wydarzeniem będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie Europejskiego Bank Centralnego.** Oczekujemy, że parametry polityki pieniężnej nie ulegną zmianie w tym tygodniu. Prezes EBC zaznaczy, że bank centralny jest gotowy do działania jeśli będzie taka potrzeba. Niemniej jednak, Ch. Lagarde ponownie zwróci uwagę, że oprócz łagodzenia polityki monetarnej konieczna jest również ekspansywna polityka fiskalna w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego w strefie euro. Uważamy, że dopiero w grudniu EBC zwiększy skalę prowadzonych przez siebie programów skupu aktywów (PEPP lub swojego podstawowego programu luzowania ilościowego). Konferencja po posiedzeniu EBC w tym tygodniu może przyczynić się do podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.
- ▄ **W tym tygodniu opublikowane zostaną istotne dane ze strefy euro.** Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB zwiększyła się do 10,0% w III kw. z -11,8% w II kw. z uwagi wzrost aktywności gospodarczej po zakończeniu obowiązywania obostrzeń mających na celu ograniczenie rozprzestrzeniania się pandemii COVID-19. W piątek dodatkowych informacji nt. wzrostu gospodarczego w strefie euro dostarczy wstępny szacunek PKB w Niemczech. Prognozujemy, że dynamika PKB zwiększyła się do 7,7% kw/kw w III kw. z -11,8% w II kw. Ponadto prognozujemy, że inflacja HICP w strefie euro nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła -0,3%. Nasze prognozy dotyczące dynamiki PKB kształtują się powyżej konsensusu zarówno w przypadku Niemiec, jak i całej strefy euro (odpowiednio 7,1% i 9,0%). Materializacja naszych oczekiwań dotyczących zmiany PKB będzie oddziaływała w kierunku lekkiego umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji, podczas gdy publikacja danych o inflacji najprawdopodobniej nie spotka się ze znaczącą reakcją rynku.
- ▄ **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na czwartek zaplanowana jest publikacja wstępnego szacunku PKB w III kw. Zgodnie z konsensusem sprowadzona do wymiaru rocznego (zannualizowana) zmiana PKB wyniosła +30,8% w III kw. wobec -31,4% w II kw. We wtorek opublikowane zostaną wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA, które zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi zwiększyły się we wrześniu o 0,7% m/m wobec wzrostu o 0,5% w sierpniu. W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensusem wyniesie ona 778 tys. wobec 787 tys. tydzień temu. Rynek oczekuje, że wskaźnik Conference Board (101,6 pkt. w październiku wobec 101,8 pkt. we wrześniu), w przeciwieństwie do finalnego indeksu Uniwersytetu Michigan (81,2 pkt. w październiku wobec 80,4 pkt. we wrześniu) wskaże na lekkie pogorszenie nastrojów konsumenckich.
- ▄ **Dzisiaj opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa i usług.** Oczekujemy, że wartość indeksu zwiększy się do 94,1 pkt. w październiku z 93,4 pkt. we wrześniu. Opublikowane w ubiegłym tygodniu październikowe indeksy PMI dla Niemiec sygnalizują ryzyko w dół dla naszej prognozy (patrz poniżej). Publikacja indeksu Ifo będzie naszym zdaniem neutralna dla rynków.
- ▄ **W piątek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem zmniejszyła się w październiku do 3,0% r/r wobec 3,2% we wrześniu.** W kierunku wolniejszego wzrostu cen w październiku oddziaływała naszym zdaniem niższa dynamika cen żywności. Oczekujemy stabilizacji inflacji bazowej na poziomie 4,3% r/r. Nasza prognoza inflacji kształtuje się poniżej konsensusu (3,0%), a tym samym jej materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



## W zeszłym tygodniu




**Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro obniżył się w październiku do 49,4 pkt. wobec 50,4 pkt. we wrześniu, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (49,5 pkt.) oraz wyraźnie poniżej naszej prognozy (50,5 pkt.).**



Zmniejszenie zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku składowej dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Warto przy tym zauważyć, że składowa dla aktywności biznesowej w usługach od dwóch miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Jednocześnie ukształtowała się ona na najniższym poziomie od maja br. Zgodnie z komunikatem pogorszenie sytuacji w sektorze usług wynikało z negatywnego wpływu rosnącej liczby przypadków koronawirusa w Europie na aktywność w tym sektorze. Na uwagę zasługuje również utrzymująca się poprawa sytuacji w sektorze przetwórczym, co wynika z najwyższego tempa napływu nowych zamówień od stycznia 2018 r. Historycznie duże dysproporcje pomiędzy sytuacją w przetwórstwie i usługach były krótkotrwałe. Stąd w warunkach dalszego pogorszenia koniunktury w usługach ze względu na rosnącą liczbę przypadków koronawirusa w Europie, kolejne miesiące mogą przynieść spadek indeksu PMI dla przetwórstwa w strefie euro. Wsparcie dla takiej oceny stanowi spadek indeksu dla oczekiwanej produkcji za 12 miesięcy, który zgodnie z komunikatem został odnotowany nie tylko w usługach ale również w przetwórstwie, wskazując na rosnące obawy o wpływ drugiej fali pandemii na trwałość ożywienia gospodarczego. Spadek indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny i został odnotowany w Niemczech, we Francji oraz w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. W Niemczech spadek zagregowanego indeksu PMI wynikał z niższej aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy tempo wzrostu bieżącej produkcji w przetwórstwie zwiększyło się. Warto zauważyć, że skala pogorszenia koniunktury w Niemczech była relatywnie niewielka na tle pozostałych krajów strefy euro. Ze względu na drugą falę pandemii dostrzegamy ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą PKB w strefie euro obniży się w 2020 r. o 7,5% r/r wobec wzrostu o 1,3% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 5,4%.

**W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych obniżyła się do 787 tys. wobec 842 tys. dwa tygodnie temu (rewizja w dół z 898 tys.), co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (860 tys.). Warto odnotować, że przyczyną znaczącej rewizji danych była aktualizacja danych z Kalifornii, gdzie wstrzymane było przyjmowanie nowych wniosków w celu nadrobienia zaległości związanych z ich obsługą oraz ograniczenia nadużyć. W krajowych statystykach, na potrzeby raportowania, dla Kalifornii w ostatnich dwóch tygodniach zakładana była stała liczba nowych wniosków na poziomie 226,2 tys., co istotnie ograniczało wartość poznawczą danych. Rzeczywiste wartości okazały się niższe od założonych stąd silne rewizje w dół. Na uwagę zasługuje również obniżenie liczby kontynuowanych wniosków (z 9,4 mln do 8,4 mln), której silny spadek wynika w znacznym stopniu z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. Dane potwierdzają tym samym obserwowane w ostatnich tygodniach wyhamowanie poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy, który nadal znajduje się daleko od równowagi. Na utrzymujące się wysokie tempo poprawy sytuacji na amerykańskim rynku nieruchomości wskazały natomiast dane o nowych pozwoleniach na budowę (1553 tys. we wrześniu wobec 1476 tys. w sierpniu),

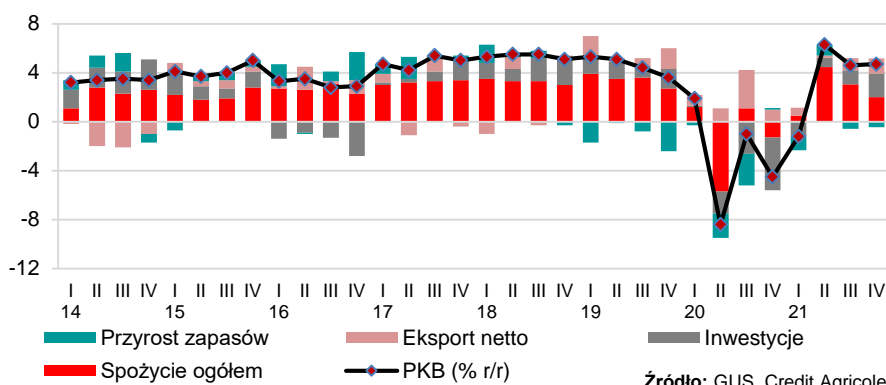
rozpoczętych budowach domów (1415 tys. wobec 1388 tys.) oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,5 mln wobec 6,0 mln). Ubiegłotygodniowe dane nie zmieniają naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykański PKB w całym 2020 r. obniży się o 4,5% wobec wzrostu o 3,7% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 3,7%. Głównymi czynnikami ryzyka dla trwałości ożywienia wzrostu gospodarczego w USA są nadal dalszy przebieg pandemii COVID-19 w USA oraz skala i profil czasowy kolejnego pakietu stymulacyjnego będącego przedmiotem negocjacji pomiędzy Demokratami i Republikanami.

-  **Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się we wrześniu o 5,9% wobec wzrostu o 1,5% w sierpniu.** Główną przyczyną wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy sierpniem a wrześniem była korzystna różnica w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się we wrześniu o 3,0% m/m. W rezultacie odsezonowany poziom produkcji ukształtował się we wrześniu na takim samym poziomie jak w lutym br., czyli ostatnim miesiącu przed silnym wpływem pandemii na produkcję. We wrześniu odnotowano szeroki zakres wzrostu dynamiki produkcji przemysłowej, który nastąpił w większości branż, w tym branżach eksportowych oraz branżach produkujących na potrzeby budownictwa (por. MAKROpuls z 20.10.2020). Produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się we wrześniu o 9,8% r/r wobec spadku o 12,1% w sierpniu. Do zwiększenia rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej przyczynił się wspomniany wyżej korzystny efekt kalendarzowy. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa nie zmieniła się we wrześniu w porównaniu z sierpniem. Oznacza to, że jej odsezonowany poziom był we wrześniu około 16% niższy niż w lutym, czyli przed wybuchem pandemii. Struktura danych wskazuje na szeroki zakres spadku aktywności w budownictwie (por. MAKROpuls z 21.10.2020). Ubiegłotygodniowe dane o produkcji przemysłowej i produkcji budowlano-montażowej stanowią wsparcie dla naszego zrewidowanego w dół scenariusza, zgodnie z którym polski PKB zmniejszy się w III kw. o 1,0% wobec spadku o 8,4% w II kw. (patrz poniżej).
-  **Sprzedaż detaliczna w Polsce zwiększyła się we wrześniu w cenach bieżących o 2,7% r/r wobec wzrostu o 0,4% w sierpniu.** W kierunku zwiększenia dynamiki pomiędzy sierpniem a wrześniem oddziaływał efekt statystyczny w postaci korzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym sprzedaż detaliczna w cenach stałych była we wrześniu o 1,0% niższa w porównaniu z sierpniem br. Oznacza to, że we wrześniu sprzedaż detaliczna była niższa o 2,1% niż w lutym, czyli ostatnim miesiącu przed silnym wpływem pandemii na sytuację w handlu. W strukturze wrześniowej sprzedaży detalicznej na szczególną uwagę zasługuje wyraźny wzrost sprzedaży w kategorii „pojazdy samochodowe, motocykle, części”, która po zaburzeniach związanych z obostrzeniami w okresie marzec-maj br. oraz ograniczeniem sprzedaży w okresie wakacyjnym, powróciła do trendu wzrostowego. Na uwagę zasługuje również utrzymujący się szybki wzrost sprzedaży w kategorii „meble, RTV, AGD” który w naszej ocenie związany jest ze zwiększonym zakresem pracy zdalnej oraz wykorzystywaniem przez gospodarstwa domowe okresu zmniejszonej mobilności do przeprowadzenia remontów mieszkań i domów (por. MAKROpuls z 21.10.2020). Zgodnie z naszym zrewidowanym scenariuszem prognozujemy, że konsumpcja zwiększy się w III kw. o 1,0% r/r wobec spadku o 10,8% w II kw.
-  **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się we wrześniu do 5,6% r/r wobec 4,1% w sierpniu.** Tym samym roczna nominalna dynamika płac ukształtowała na poziomie najwyższym od marca br. Zgodnie z komunikatem GUS do zwiększenia dynamiki płac we wrześniu przyczyniły się m.in. wypłaty premii, nagród kwartalnych, rocznych i jubileuszowych oraz odpraw emerytalnych. Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się we wrześniu do -1,2% r/r wobec -1,5% w sierpniu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zwiększyło się we wrześniu o 17,4 tys. osób wobec wzrostu o 43,0 tys. osób w sierpniu, co jest jego najsilniejszym wzrostem we wrześniu w historii (por. MAKROpuls z 19.10.2020). Zgodnie z komunikatem GUS wzrost zatrudnienia we wrześniu w

porównaniu z sierpniem wynikał z przywracania wymiarów etatów pracowników sprzed pandemii oraz przyjęć do pracy. Zatrudnienie w sierpniu było jednak nadal o 133,5 tys. niższe niż w lutym br., czyli ostatnim miesiącu przed silnym wpływem pandemii na rynek pracy. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej zrewidowanej w górę prognozy wzrostu płać w całej gospodarce w III i IV kw. (odpowiednio 3,3% r/r i 3,5%) (patrz poniżej).

**W ubiegłym tygodniu rząd zaostrzył restrykcje administracyjne mające na celu zahamowanie obserwowanego w ostatnich tygodniach silnego przyrostu zakażeń koronawirusem.** Od soboty strefą czerwoną został objęty obszar całego kraju. Zaostrzone zostały również przepisy obowiązujące w strefie czerwonej. Wśród najważniejszych zmian na uwagę zasługuje wprowadzenie zakazu działalności stacjonarnej dla lokali gastronomicznych i restauracji, które będą mogły świadczyć swoje usługi jedynie na wynos i dowóz. Szacujemy, że udział wydatków gospodarstw domowych na usługi gastronomiczne stanowi ok. 2% polskiego PKB (por. MAKROmapa z 12.10.2020). Co więcej, zgodnie z nowymi regulacjami nauka dzieci w klasach 4-8 będzie się odbywać w formie zdalnej. Od soboty obowiązują również restrykcje zmniejszające mobilność osób do 16 roku życia i po 70 roku życia. Wprowadzone restrykcje zostały uwzględnione w naszych zrewidowanych prognozach na lata 2020-2021 (patrz poniżej).

## Prognozy na lata 2020-2021



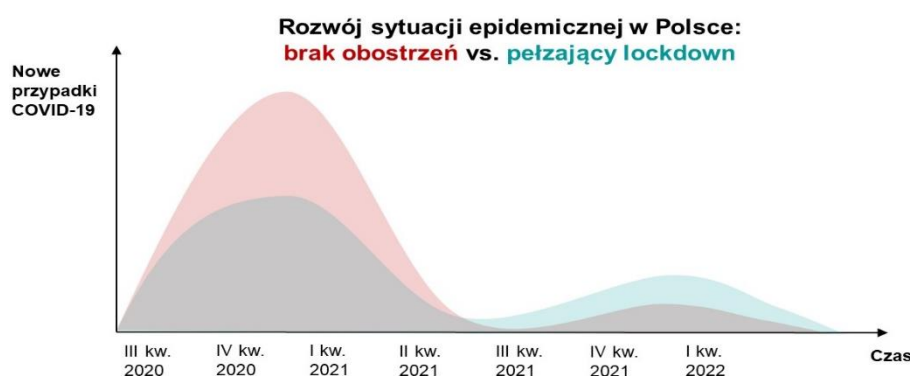
Biorąc pod uwagę napływające w ostatnim czasie dane dotyczące realnej sfery gospodarki, jak i tendencje sygnalizowane w badaniach koniunktury oraz informacje dotyczące przebiegu pandemii COVID-19 zrewidowaliśmy nasze prognozy makroekonomiczne (por. tabela na str. 9). Oczekujemy, że dynamika PKB wyniesie -3,1% r/r w 2020 r.

wobec -2,8% przed rewizją.

Obniżka średniorocznego tempa wzrostu gospodarczego prognozowanego na 2020 r. jest wynikiem trzech czynników – podwyżki prognozy PKB za III kw., obniżki prognozy za IV kw. oraz rewizji danych o rachunkach narodowych za I poł. br. przez GUS. Miesięczne dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, sprzedaży detalicznej oraz koniunkturze w usługach sygnalizują, że dynamika PKB ukształtowała się w III kw. na tylko nieznacznie ujemnym poziomie – nasza prognoza to -1,0% r/r. Składowe PKB, które w największym stopniu pozytywnie nas zaskoczyły to eksport i konsumpcja.

Napływające dane za październik (dane o transakcjach kartami płatniczym, wyniki badań koniunktury przedsiębiorstw, nastroje konsumenckie) wskazują jednak na ponowny spadek aktywności gospodarczej na początku IV kw. z uwagi na niekorzystny przebieg epidemii COVID-19 w Polsce. Liczba zachorowań, którą obserwujemy w ostatnich tygodniach zarówno w Polsce, jak i na świecie jest zaskoczeniem, również dla epidemiologów i zespołów modelujących przebieg epidemii. Obecnie trudno jest precyzyjnie przewidzieć dalszy przebieg epidemii w Polsce, jednak w celu zbudowania scenariusza makroekonomicznego na kolejne kwartały konieczne jest przyjęcie pewnych założeń w tym zakresie. Pewnym punktem odniesienia są badania dotyczące sezonowości zachorowań na gripę oraz inne (niż SARS-CoV-2) ludzkie koronawirusy. Badania te wskazują na cykliczny spadek zachorowań w II i III kw. i wzrost liczby nowych przypadków w IV kw. i I kw. Przyjmujemy założenie, że opracowanie szczepionki na COVID-19 i jej dystrybucja w Polsce nastąpi w okresie wiosenno-letnim. Zgodnie z sondażem przeprowadzonym

dla Dziennika Gazety Prawnej, 30,7% respondentów zadeklarowało, że zdecydowanie nie zamierza się zaszczepić przeciwko COVID-19, kiedy już tak szczepionka będzie dostępna. Biorąc pod uwagę niechęć Polaków do szczepienia i fakt, że będą one realizowane w okresie silnego spadku liczby zachorowań na COVID-19, zakładamy, że niewielka część populacji zdecyduje się na takie szczepienie. Wspomniane wyżej badania sygnalizują, że odporność po zachorowaniu na inne ludzkie koronawirusy utrzymuje się przeciętnie od roku do dwóch lat. Biorąc pod uwagę zarysowane powyżej czynniki można oczekiwać, że w warunkach braku obostrzeń, obecna fala COVID-19 potrwałaby w intensywnej postaci do końca I kw. 2021 r., a w IV kw. 2021 r. i I kw. 2022 r. najprawdopodobniej zaobserwowalibyśmy trzecią falę, aczkolwiek mniej dotkliwą niż obecna. Taki przebieg pandemii przedstawiony jest kolorem czerwonym na poniższym wykresie.



Źródło: Credit Agricole

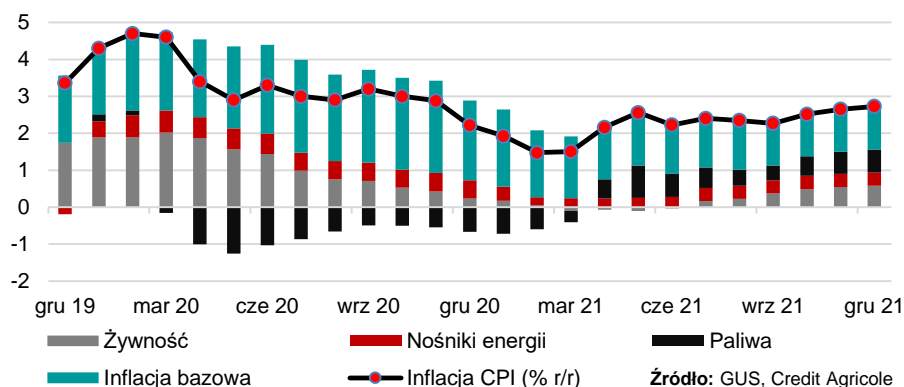
poprawienie wydolności służby zdrowia. Taką metodę walki z pandemią zastosowały już Izrael i Walia. Wprowadzone w ubiegłym tygodniu obostrzenia sygnalizują jednak, że rząd preferuje strategię tzw. „pełzającego lockdownu”, czyli łagodniejszych obostrzeń, które z różną intensywnością będą utrzymywać się przez okres kilku miesięcy, zamiast kilkutygodniowego pełnego zamrożenia gospodarki. W takim scenariuszu, zaznaczonym zielonym kolorem na wykresie, skala nowych zachorowań w trakcie obecnej fali będzie niższa niż w wariantcie bez obostrzeń. Mniejszy odsetek zachorowań w trakcie obecnej fali oznacza, że mniej osób nabędzie odporność, co oznacza, że trzecia fala na przełomie lat 2020 i 2021 będzie bardziej dotkliwa niż w wariantcie bez obostrzeń (por. wykres).

Obostrzenia wprowadzane przez rząd będą przyczyniać się do wyłuszczenia krzywej zachorowań w trakcie obecnej fali. Zdaniem niektórych epidemiologów, dobrym rozwiązaniem pozwalającym na znaczące spowolnienie rozprzestrzeniania się epidemii jest tzw. „przerzyc obwodu” (*circuit breaker*), czyli ostre i krótkotrwałe lockdown, mający na celu ograniczenie transmisji wirusa i

Zarysowany powyżej przebieg epidemii będzie kluczowym czynnikiem determinującym kształtowanie się głównych wskaźników makroekonomicznych. Pełzający lockdown, który z uwagi na sezonowość zachorowań, potrwa naszym zdaniem do końca I kw. będzie czynnikiem hamującym wzrost konsumpcji. Dopiero w II kw. 2021 r. zaobserwujemy wyraźny wzrost rocznej dynamiki spożycia prywatnego wspierany dodatkowo przez efekty niskiej bazy. Niemniej jednak konsumpcja ponownie spowolni w IV kw. 2021 r. z uwagi na trzecią falę pandemii. W najbliższych kwartałach aktywność inwestycyjna firm będzie ograniczona z uwagi na niski stopień wykorzystania mocy produkcyjnych i podwyższoną niepewność związaną z dalszym rozwojem epidemii. Oczekujemy dwucyfrowego spadku nakładów na środki trwałe w tym segmencie do I kw. 2021 r. Inwestycje publiczne będą czynnikiem ograniczającym spadek inwestycji ogółem, jednak nasze prognozy dla inwestycji ogółem są wciąż pesymistycznie (spadek w ujęciu rok do roku do I kw. 2021 r.). Pandemia ograniczy również wzrost eksportu. Biorąc jednak pod uwagę trwające ożywienie w Chinach i relatywnie dobrą sytuację epidemiologiczną w Niemczech oczekujemy, że spowolnienie eksportu będzie ograniczone.

Nadal uważamy, że dynamika PKB będzie kształtowała się poniżej zera do I kw. 2021 r. włącznie. Następnie z uwagi na oddziaływanie efektów niskiej bazy tempo wzrostu gospodarczego będzie wyraźnie dodatnie. Oczekujemy znaczącego wzrostu dynamiki inwestycji firm w II poł. 2021 r. ze względu na konieczność odnowienia przez nie majątku oraz efekty niskiej bazy. Wzrost gospodarczy będzie również wspierany przez eksport w warunkach oczekiwanego przez nas ożywienia w handlu światowym. W II poł. 2021 r.

ważnym czynnikiem wsparcia dla wzrostu PKB będzie realizacja projektów inwestycyjnych w ramach unijnego funduszu odbudowy (por. MAKROmapa z 19.10.2020). W rezultacie podtrzymujemy naszą sformułowaną w lipcu prognozę, zgodnie z którą dynamika PKB ukształtuje się w 2021 r. na poziomie 3,6% r/r. Oczekujemy, że polski PKB osiągnie swoją wartość sprzed wybuchu pandemii w II poł. 2021 r.

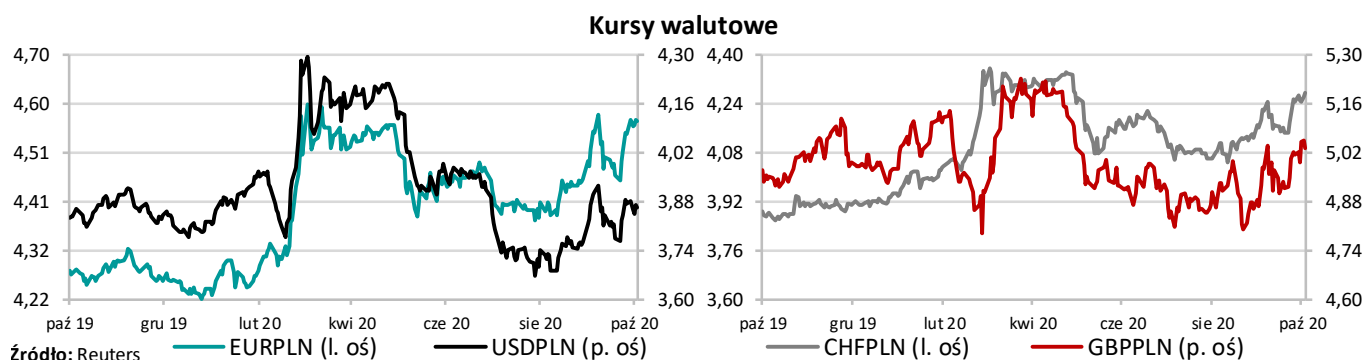


Zrewidowaliśmy naszą prognozę inflacji. W kolejnych miesiącach dostrzegamy wysokie prawdopodobieństwo dalszego wzrostu dynamiki cen niektórych towarów i usług ze względu na przeliczenie przez część firm na konsumentów podwyższonych kosztów wynikających z restrykcji administracyjnych wprowadzonych z uwagi na drugą falę pandemii.

Niemniej jednak z uwagi na efekty wysokiej bazy inflacja bazowa obniży się wyraźnie na przełomie lat 2020 i 2021 i pozostanie niska w horyzoncie kilku kwartałów, czemu sprzyjać będzie niska presja płacowa. Nieznacznie zrewidowaliśmy w dół naszą ścieżkę cen żywności w 2020 r., głównie za sprawę oczekiwanego przez nas głębszego spadku dynamiki cen mięsa ze względu na pojawienie się ASF w Niemczech, które zamyka przed tym krajem ważne pozaunijne rynki eksportowe. W konsekwencji niezagospodarowane znaczące niemieckie nadwyżki eksportowe będą lokowane na unijnym rynku, co w naszej ocenie będzie oddziaływało w kierunku spadku cen wieprzowiny. Nieznacznie podnieśliśmy natomiast prognozę dynamiki cen żywności na 2021 r., głównie ze względu na silniejsze efekty niskiej bazy z 2020 r. Podsumowując, oczekujemy, że inflacja ogółem wyniesie 3,4% w 2020 r. i 2,2% w 2021 r.

Uważamy, że w warunkach inflacji kształtującej się poniżej celu w średnim okresie oraz niskiej aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw RPP będzie utrzymywać łagodną politykę pieniężną przez dłuższy czas. Uważamy, że prawdopodobieństwo zastosowania niekonwencjonalnych działań w polityce pieniężnej jest niskie. Czynnikiem ryzyka w tym zakresie pozostają jednak dalszy przebieg pandemii oraz skala załamania inwestycji przedsiębiorstw w najbliższych kwartałach. Podtrzymujemy nasze prognozy walutowe. Uważamy, że na koniec EURPLN obniży się do 4,43 na koniec br. Z uwagi na podwyższoną awersję do ryzyka związaną z przebiegiem pandemii dostrzegamy ryzyko w górę dla naszej prognozy w krótkim okresie. Oczekujemy jednak, że wprowadzenie obszostrzeń w Polsce i innych krajach przyczyni się do zmniejszenia obaw inwestorów o dalszy przebieg pandemii i poprawę nastrojów rynkowych, co będzie wsparciem dla kursu złotego. W przyszłym roku aprecjacja złotego utrzyma się (spadek EURPLN do 4,35 na koniec 2021 r.).

## Krajowe dane o inflacji negatywne dla złotego



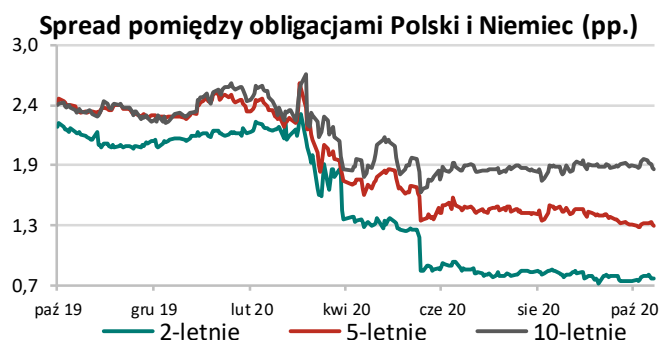
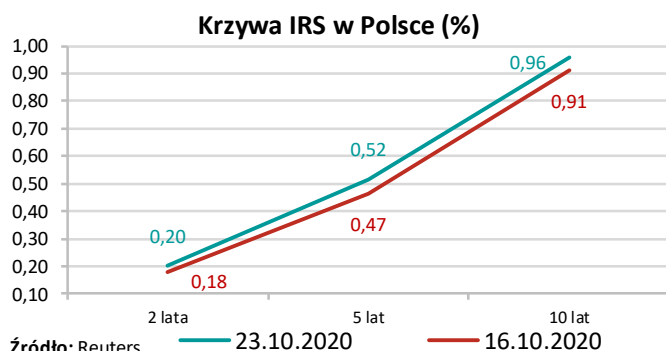
**W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,5706 (osłabienie złotego o 0,6%).** Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. W kierunku osłabienia złotego oddziaływała rosnąca liczba nowych zakażeń koronawirusem, której przyrost osiągnął w ubiegłym tygodniu nowe rekordowe poziomy. Publikacje licznych danych z polskiej gospodarki nie miały istotnego wpływu na kurs złotego.

W zeszłym tygodniu doszło do osłabienia dolara względem euro. Wzrostowi kursu EURUSD sprzyjała wypowiedź spikera Izby Reprezentantów USA N. Pelosi, która dała do zrozumienia, że porozumienie w sprawie nowego pakietu stymulacyjnego w USA może zostać osiągnięte jeszcze przed wyborami prezydenckimi (3 listopada br.). W środę doszło jednak do korekty w reakcji na wypowiedź prezydenta USA D. Trumpa, który zarzucił Demokratom, że są niechętni znalezieniu akceptowalnego kompromisu w sprawie pakietu stymulacyjnego. W piątek kurs EURUSD powrócił do trendu wzrostowego.

W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa oraz negocjacji w sprawie pakietu fiskalnego w USA. Uważamy, że zaplanowana na ten tydzień publikacja wstępnych danych o krajowej inflacji może przyczynić się do nieznacznego osłabienia kursu polskiej waluty. Pozytywny wpływ dla złotego może mieć również wstępny szacunek PKB w strefie euro i Niemczech. W kierunku podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty może oddziaływać natomiast zaplanowane na czwartek posiedzenie EBC. Przewidziana na ten tydzień publikacja indeksu Ifo w Niemczech nie będzie miała naszym zdaniem istotnego wpływu na rynek walutowy.



## Posiedzenie EBC może podwyższyć zmienność stawek IRS



**W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zwiększyły się do 0,20 (wzrost o 2pb), 5-letnie do 0,52 (wzrost o 5pb), a 10-letnie do 0,96 (wzrost o 5pb).** W ubiegłym tygodniu doszło do wzrostu stawek IRS w Polsce w ślad za rynkami bazowymi (USA, Niemcy). Wzrost rentowności obligacji na rynkach bazowych wynikał z rosnących oczekiwań inwestorów, że porozumienie w sprawie nowego pakietu fiskalnego w USA zostanie osiągnięte jeszcze przed wyborami prezydenckimi w Stanach Zjednoczonych.

W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach stawki IRS pozostaną pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa oraz negocjacji w sprawie pakietu fiskalnego w USA. Zaplanowana na ten tydzień publikacja wstępnych danych o krajowej inflacji może sprzyjać w naszej ocenie lekkiemu spadkowi stawek IRS. Do wzrostu stawek IRS może przyczynić się natomiast wstępny szacunek PKB w strefie euro i Niemczech. W kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS może oddziaływać posiedzenie EBC. Zaplanowana na ten tydzień publikacja indeksu Ifo w Niemczech będzie naszym zdaniem neutralna dla krzywej.



## Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	wrz 19	paź 19	lis 19	gru 19	sty 20	lut 20	mar 20	kwi 20	maj 20	cze 20	lip 20	sie 20	wrz 20	paź 20
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Kurs EURPLN*	4,37	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,56
Kurs USDPLN*	4,01	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,85
Kurs CHFPLN*	4,02	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,26
Inflacja CPI (r/r, %)	2,6	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	
Inflacja bazowa (r/r, %)	2,4	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,5	3,7	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,9	
Inflacja PPI (r/r, %)	0,8	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,2	-1,6	
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	5,3	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,6	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,6	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	
Saldo ROB (mln EUR)	712	243	1182	73	2756	1100	805	772	2028	3811	1012	947		
Eksport (r/r, %, EUR)	14,3	5,5	2,5	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,3	-19,6	2,6	1,7	0,8		
Import (r/r, %, EUR)	7,6	2,1	-1,8	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,4	-28,2	-10,3	-4,4	-5,1		

\* wartość na koniec miesiąca

## Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2020				2021				2019	2020	2021	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	1,9	-8,4	-1,0	-4,5	-1,2	6,3	4,6	4,7	4,5	-3,1	3,6	
Konsumpcja (% r/r)	1,2	-10,8	1,0	-3,6	0,0	7,1	4,3	3,0	4,0	-3,0	3,5	
Inwestycje (% r/r)	0,9	-10,7	-14,9	-17,0	-9,9	4,8	7,5	8,8	7,2	-12,2	4,0	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	2,0	-14,5	1,3	1,0	2,0	8,0	5,3	5,4	5,1	-2,5	5,1	
Import (ceny stałe, % r/r)	0,4	-18,0	-4,7	-1,0	1,0	9,0	4,1	3,6	3,3	-5,8	4,2	
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	0,8	-6,2	0,6	-1,8	0,0	3,9	2,6	1,5	2,3	-1,7	2,0
	Inwestycje (pp.)	0,1	-1,8	-2,6	-4,3	-1,3	0,8	1,1	1,9	1,3	-2,2	0,7
	Eksport netto (pp.)	0,9	1,1	3,1	1,0	0,6	0,2	1,0	1,2	1,1	1,6	0,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	1,1	2,3	3,0	2,9	2,0	1,5	1,7	2,3	0,5	2,9	2,3	
Stopa bezrobocia (%)**	5,4	6,1	6,1	7,1	7,1	6,0	5,5	6,1	5,2	7,1	6,1	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,7	-1,8	-2,2	-2,4	-1,5	1,3	1,6	2,0	0,3	-1,4	0,9	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	7,7	3,8	3,3	3,5	2,8	3,3	3,0	3,1	7,2	4,6	3,1	
Inflacja CPI (%)*	4,5	3,2	3,0	2,7	1,6	2,3	2,3	2,6	2,3	3,4	2,2	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,17	0,26	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	1,71	0,22	0,22	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,00	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	1,50	0,10	0,10	
EURPLN**	4,55	4,44	4,53	4,43	4,40	4,39	4,37	4,35	4,26	4,43	4,35	
USDPLN**	4,13	3,95	3,86	3,75	3,70	3,69	3,64	3,63	3,79	3,75	3,63	

\*wartość średniokwartalna

\*\*wartość na koniec okresu

\*\*\*narastająco za cztery ostatnie kwartały

## Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
<b>Poniedziałek 26.10.2020 r.</b>						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Październik	93,4	94,1	92,7
15:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Wrzesień	1011		1022
<b>Wtorek 27.10.2020 r.</b>						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Wrzesień	9,5		9,6
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Wrzesień	0,5		0,7
14:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Sierpień	0,6		
15:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Październik	21,0		
15:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Październik	101,8		101,6
<b>Czwartek 29.10.2020 r.</b>						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Październik	-1,19		
13:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	III kw.	-31,4		30,8
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Październik	0,00	0,00	0,00
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	-0,4	-0,5	-0,4
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	787		778
<b>Piątek 30.10.2020 r.</b>						
8:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	III kw.	-9,7	7,7	7,1
<b>10:00</b>	<b>Polska</b>	<b>Inflacja CPI (% r/r)</b>	<b>Październik</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,2</b>
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	III kw.	-11,8	10,0	9,0
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Wrzesień	8,1		8,2
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Październik	-0,3	-0,3	-0,3
13:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Wrzesień	0,7		
14:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Październik	62,4		59,0
15:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Październik	81,2		81,2

\* 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