



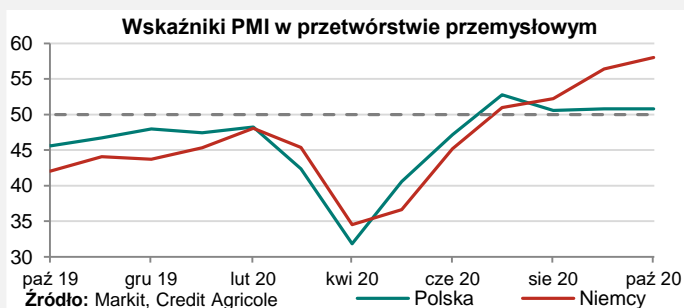


W tym tygodniu

-  **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będą wybory w USA zaplanowane na wtorek.** Sondaże wskazują na przewagę J. Bidena nad D. Trumpem w wyborach prezydenckich. Dodatkowo, zgodnie z sondażami, Partia Demokratyczna najprawdopodobniej obejmie kontrolę w Kongresie. Materializacja scenariusza sygnalizowanego przez sondaże (tzw. niebieska fala) oznaczałaby wzrost prawdopodobieństwa szybkiego uchwalenia pakietu stymulującego amerykańską gospodarkę, co przyczyniłoby się do spadku globalnej awersji do ryzyka i byłoby pozytywne dla kursu złotego. W przypadku zwycięstwa D. Trumpa, pakiet fiskalny również zostanie uchwalony, ale najprawdopodobniej będzie on mniejszy niż w przypadku realizacji tzw. niebieskiej fali. W takim wariacie również oczekujemy wzrostu apetytu na ryzyko, ale w mniejszej skali. Uważamy, że realizacja scenariusza alternatywnego, w którym wyniki wyborów zostaną zakwestionowane, a w efekcie perspektywa łagodzenia polityki fiskalnej w USA odsunie się w czasie, będzie negatywna dla nastrojów rynkowych i kursu złotego. Termin ogłoszenia ostatecznych wyników jest nieznanym z uwagi na konieczność przeliczenia głosów oddanych korespondencyjnie. W najbliższych dniach będziemy poznawać jednak szcątkowe wyniki, które będą sprzyjały podwyższonej zmienności na rynkach.
-  **Na czwartek zaplanowane jest posiedzenie FOMC.** Oczekujemy, że FED utrzyma docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [0,00%; 0,25%]. Uważamy, że konferencja po posiedzeniu zostanie utrzymana w gołębim tonie, jednak nie poznamy żadnych szczegółów dotyczących możliwości dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez FOMC. Oczekujemy, że decyzje w tym zakresie mogą zostać podjęte najwcześniej w grudniu br. Uważamy, że konferencja nie dostarczy nowych informacji istotnie zmieniających perspektywę polityki pieniężnej w USA. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym stopy procentowe w USA pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy czas. Oczekujemy, że konferencja po posiedzeniu będzie neutralna dla rynków finansowych.
-  **Środowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej nie przyniesie naszym zdaniem istotnych zmian w polityce monetarnej.** Stopa referencyjna zostanie utrzymana na dotychczasowym poziomie (0,10%). Komunikat po posiedzeniu będzie szczególnie ważny z uwagi na upublicznienie wstępnych wyników listopadowej projekcji makroekonomicznej. Szczególnie interesujące będzie uchwycenie oczekiwanego wpływu obserwowanej obecnie drugiej fali pandemii na trajektorie wzrostu i inflacji. Ścieżka wzrostu gospodarczego zostanie jednak najprawdopodobniej zrewidowana w górę z uwagi na silniejsze od oczekiwań NBP ożywienie w III kw. br. Prognoza inflacji zostanie najprawdopodobniej nieznacznie podniesiona w krótkim horyzoncie. W horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej nadal będzie się ona jednak kształtowała poniżej celu inflacyjnego. W sumie projekcja będzie przedstawiała scenariusz spadku inflacji w 2021 r. z powolnym dochodzeniem polskiej gospodarki do równowagi. Uważamy, że publikacja komunikatu nie spotka się z reakcją rynków finansowych.
-  **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 550 tys. osób w październiku wobec wzrostu o 661 tys. we wrześniu. Prognozujemy, że stopa bezrobocia obniżyła się do 7,7% w październiku z 7,9% we wrześniu. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 526 tys. w październiku wobec wzrostu o 749 tys. we wrześniu). W czwartek poznamy liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensusem wyniesie ona 746 tys. wobec 751 tys. tydzień temu, potwierdzając spadkowy trend dla tego wskaźnika. Dzisiaj opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zwiększy się do 55,6 pkt. w październiku wobec 55,4 pkt. we wrześniu. Stabilizacja tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie była już wcześniej sygnalizowana przez mieszany wydzźwięk regionalnych wskaźników koniunktury. Oczekujemy, że publikacja danych z USA pozostanie w cieniu wyborów w USA i decyzji FED, a tym samym będzie neutralna dla rynków finansowych.

W ostatnich dniach poznaliśmy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa. Opublikowany w weekend indeks CFLP PMI obniżył się w październiku do 51,4 pkt. wobec 51,5 pkt. we wrześniu, kształtując się nieznacznie powyżej oczekiwań rynku (51,3 pkt.). Z kolei dzisiaj poznaliśmy indeks Caixin PMI, który wzrósł w październiku do 53,6 pkt. wobec 53,0 pkt. we wrześniu, co było powyżej oczekiwań rynku (53,0). Jednocześnie indeks ukształtował się na najwyższym poziomie od stycznia 2011 r. W strukturze danych na szczególną uwagę zasługuje silny wzrost składowej dla nowych zamówień ogółem, któremu towarzyszyło obniżenie składowej dla nowych zamówień eksportowych. Wskazuje to, że głównym źródłem ożywienia w chińskim przetwórstwie jest popyt wewnętrzny, podczas gdy obserwowana w ostatnich miesiącach poprawa sytuacji w światowym handlu jest coraz silniej ograniczana przez drugą falę pandemii. Dane z Chin są w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.

Dzisiaj opublikowany został indeks PMI dla polskiego przetwórstwa. Jego wartość nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła 50,8 pkt. Tym samym ukształtował się on lekko poniżej oczekiwań rynku (51,1 pkt.) i naszej prognozy (51,2 pkt.). Na stabilizację indeksu



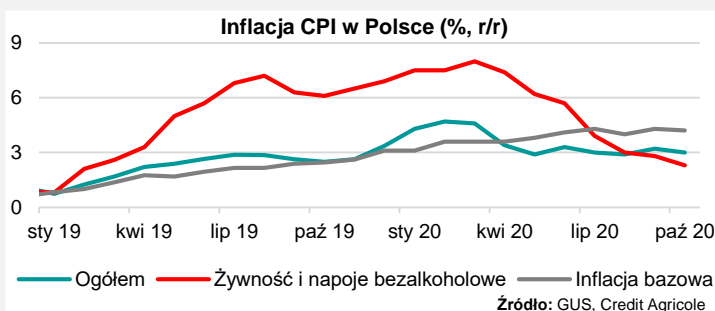
złożyły się zmniejszenie wkładów składowych dla nowych zamówień i bieżącej produkcji oraz zwiększenie wkładów składowych dla zatrudnienia, poziomu zapasów i czasu dostaw. Na szczególną uwagę zasługuje odnotowany pierwszy od czerwca br. spadek nowych zamówień (tj. składowa ukształtowała się poniżej 50 pkt.). Zgodnie z raportem, główną przyczyną osłabienia napływu nowych zamówień była sytuacja na rynkach krajowych. Zamówienia eksportowe tymczasem wzrosły czwarty miesiąc z rzędu, w dodatku w najszybszym tempie od stycznia 2018 r. Taka struktura zamówień jest odzwierciedleniem ożywienia w światowym handlu, przy jednoczesnej niekorzystnej krajowej sytuacji epidemiologicznej. W październiku zaległości produkcyjne zwiększyły się po raz pierwszy od lipca 2018 r. Zgodnie z raportem, większa ilość niezrealizowanych zleceń wynikała po części ze wzmożonego napływu zamówień zagranicznych. Wiele firm zaraportowało również opóźnienia w realizacji zleceń wynikłych z nieobecności pracowników izolujących się z powodu objawów COVID-19. Aby sprostać bieżącym potrzebom produkcyjnym firmy rekrutowały nowych pracowników – składowa dla zatrudnienia ukształtowała się na najwyższym poziomie od czerwca 2018 r. Niemniej jednak firmy sygnalizowały mniejszy optymizm dotyczący przyszłej produkcji niż we wrześniu (por. MAKROpuls z 01.10.2020). Wskaźnik oczekiwanej produkcji w horyzoncie 12 miesięcy ukształtował się w październiku na najniższym poziomie od maja br. Pomimo pogorszenia nastrojów, zgodnie z raportem polscy przedsiębiorcy wciąż spodziewają się wzrostu eksportu oraz stabilizacji sytuacji związanej z pandemią. Uważamy, że dzisiejsze wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie są neutralne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem kwartalna dynamika PKB w strefie euro w III kw. zwiększyła się do 12,7% wobec -11,8% w II kw. (-4,3% r/r w III kw. wobec -14,8% w II kw.), co było wyraźnie powyżej oczekiwań rynku (9,0%) i naszej prognozy (10,0%). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy także wstępne szacunki PKB w kilku gospodarkach strefy euro, m.in. w Niemczech (8,2% kw/kw w III kw. wobec -9,8% w II kw.), Francji (18,2% w III kw. wobec -13,7% w II kw.), Hiszpanii (16,7% w III kw. wobec -17,8% w II kw.) oraz we Włoszech (16,1% w III kw. wobec -13,0% w II kw.). Tym samym we wszystkich przypadkach dane ukształtowały się wyraźnie

powyżej oczekiwań rynku (7,3% kw/kw dla Niemiec, 15,4% dla Francji, 13,5% dla Hiszpanii oraz 11,2% dla Włoch). Co więcej w przypadku Francji i Włoch wzrost PKB w III kw. był silniejszy niż jego spadek w II kw., co stanowi duże zaskoczenie. Opublikowane dane o PKB są wstępnym szacunkiem i nie uwzględniają jego struktury stąd na obecnym etapie trudno ocenić, co było głównym źródłem silniejszego od oczekiwań wzrostu PKB w strefie euro. Kolejny szacunek PKB w strefie euro w III kw., uwzględniający tempo wzrostu we wszystkich krajach obszaru wspólnej waluty, zostanie opublikowany 13 listopada, a dane nt. struktury PKB poznamy 8 grudnia. Mimo lepszych od naszych oczekiwań danych, 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.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce obniżyła się w październiku do 3,0% r/r wobec 3,2% we wrześniu, kształtując zgodnie z naszą prognozą i poniżej oczekiwań rynku (3,2%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające



informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku spadku inflacji oddziaływała niższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,3% r/r w październiku wobec 2,8% we wrześniu) oraz niższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami zmniejszyła się w październiku do 4,2% r/r wobec 4,3% we wrześniu. Przeciwny wpływ miała wyższa dynamika cen nośników energii (4,8% wobec 4,6%), podczas gdy dynamika cen paliw nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła -9,2% r/r. W najbliższych miesiącach oczekujemy spadku inflacji z uwagi na oddziaływanie efektów wysokiej bazy. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja w 2020 r. wyniesie średniorocznie 3,4% r/r, a w 2021 r. zmniejszy się do 2,2%.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja w strefie euro nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła -0,3% r/r, kształtując się zgodnie z naszą prognozą równą konsensusowi rynkowemu. Na stabilizację inflacji złożyły się wyższa dynamika cen dóbr przemysłowych oraz niższa dynamika cen usług. Inflacja bazowa nie zmieniła się w październiku w porównaniu do września i wyniosła -0,2% r/r, pozostając na najniższym poziomie w historii. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym co najmniej do końca br. w strefie euro obserwowana będzie deflacja. Jednocześnie uważamy, że ze względu na tendencje dezinflacyjne obserwowane w obszarze wspólnej waluty będące skutkiem kryzysu gospodarczego inflacja bazowa przekroczy poziom +0,6% r/r dopiero w III kw. 2021 r. W konsekwencji prognozujemy, że w całym 2020 r. inflacja ogółem w strefie euro obniży się do 0,2% r/r wobec 1,2% w 2019 r., a w 2021 r. wzrośnie do 0,7% r/r. Niska oczekiwana inflacja w strefie euro w 2021 r. będzie oddziaływać w kierunku spadku tempa wzrostu cen w Polsce w przyszłym roku (por. MAKROmapa z 26.10.2020).

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie EBC. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami stopy procentowe EBC zostały utrzymane na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa wynosi -0,5%). EBC powtórzył zapowiedź, że będzie kontynuował skup aktywów w ramach nadzwyczajnego programu zakupów w czasie pandemii PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) utrzymując jednocześnie jego docelową skalę (1350 mld EUR) i horyzont (co najmniej do czerwca 2021 r.). EBC podtrzymał deklarację, że spłaty kapitału z tytułu zapadających papierów wartościowych nabytych w ramach programu PEPP będą reinwestowane co najmniej do końca 2022 r. EBC będzie również kontynuował program skupu aktywów (APP) na kwotę 20 mld EUR miesięcznie oraz zakupy w ramach przejściowej puli (120

mld EUR) do końca br., przy czym zgodnie z deklaracją EBC program APP zakończy się na krótko przed rozpoczęciem cyklu podwyżek stóp procentowych. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu prezes EBC Ch. Lagarde zapowiedziała, że w grudniu, po zapoznaniu się z projekcjami makroekonomicznymi Rada Prezesów dostosuje parametry polityki pieniężnej w taki sposób, aby wesprzeć ożywienie gospodarcze w strefie euro i przeciwdziałać negatywnemu wpływowi drugiej fali pandemii na inflację. Oczekujemy, że na grudniowym posiedzeniu EBC zwiększy skalę prowadzonych przez siebie programów skupu aktywów (PEPP lub swojego podstawowego programu luzowania ilościowego) o ponad 500 mld EUR oraz złagodzi warunki programu TLTRO (targeted longer-term refinancing operations).

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w III kw. wyniosło 33,1% wobec -31,4% w II kw., kształtując się powyżej oczekiwań rynku (31,0%). Silne zwiększenie tempa wzrostu wynikało z wyższych wkładów konsumpcji prywatnej (25,27 pp. w III kw. wobec -24,01 pp. w II kw.), inwestycji (4,96 pp. wobec -5,27 pp.) oraz zapasów (6,62 pp. wobec -3,50 pp.). Przeciwny wpływ miały niższe wkłady eksportu netto (-3,09 pp. wobec 0,62 pp.) oraz wydatków rządowych (-0,68 pp. wobec 0,77 pp.). Tym samym największym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. była konsumpcja prywatna, podczas gdy w II kw. była ona główną przyczyną jego załamania. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się we wrześniu o 1,9% m/m wobec wzrostu o 0,4% w sierpniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,5%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe spadła we wrześniu do 0,8% wobec 1,0% w sierpniu. Wielkość zamówień na dobra trwałe w USA jest nadal o ok. 4% niższa niż w lutym, czyli ostatnim miesiącu bez silnego wpływu pandemii na zamówienia. Z kolei wielkość zamówień na cywilne dobra kapitałowe z wyłączeniem zamówień na samoloty była we wrześniu już o 2,4% wyższa niż w lutym, co wskazuje na perspektywę ożywienia inwestycji w USA w kolejnych miesiącach. W zeszłym tygodniu poznaliśmy także dane z rynku pracy. Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych obniżyła się do 751 tys. wobec 791 tys. dwa tygodnie temu, co było poniżej oczekiwań rynku (775 tys.). Na uwagę zasługuje również dalszy silny spadek liczby kontynuowanych wniosków (z 8,5 mln do 7,8 mln), który wynika w znacznym stopniu z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. Dane potwierdzają tym samym, że poprawa sytuacji na amerykańskim rynku pracy jest bardzo powolna, a on sam znajduje się nadal daleko od równowagi. Nieznaczny spadek odnotowała we wrześniu sprzedaż nowych domów (959 tys. wobec 994 tys.). Uwzględniając jednak dane sprzed dwóch tygodni na temat nowych pozwoleń na budowę, rozpoczętych budów domów oraz sprzedaży domów na rynku wtórnym, dane nie zmieniają naszej oceny, zgodnie z którą obserwujemy silne ożywienie na amerykańskim rynku nieruchomości (por. MAKROmapa z 26.10.2020). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Indeks Conference Board zmniejszył się w październiku do 100,9 pkt. wobec 101,3 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (102,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższej wartości jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Wzrost odnotował natomiast finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w październiku do 81,8 pkt. wobec 80,4 pkt. we wrześniu i 81,2 pkt. we wstępnym szacunku. W przeciwieństwie do indeksu Conference Board, w październiku odnotowano wzrost składowej dla oczekiwań, podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji obniżyła się. 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 dalszy przebieg pandemii COVID-19 w USA oraz skala i profil czasowy kolejnego pakietu stymulacyjnego.

Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zmniejszył się w październiku o 92,7 pkt. wobec 93,2 pkt. we

wrześniu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (93,0 pkt.). Obniżenie indeksu wynikało ze spadku jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w usługach, budownictwie i handlu, podczas gdy sytuacja w przetwórstwie uległa poprawie. Prognozujemy, że niemiecki PKB zmniejszy się w 2020 r. o 5,4% wobec wzrostu o 0,6% w 2019 r., a w 2021 r. zwiększy się o 5,0%. Tym samym niemiecki PKB osiągnie swój poziom sprzed pandemii najwcześniej w 2022 r. Czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy jest druga fala pandemii obserwowana w Europie.



Jaki będzie wpływ drugiej fali pandemii na gospodarki krajów EŚW-3?

	PKB (% r/r)			Inflacja CPI (% r/r)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Czechy	2,5	-7,5	4,0	2,8	2,9	2,0
Węgry	4,9	-4,5	3,9	3,4	3,0	2,9
Rumunia	4,1	-5,3	4,2	3,8	2,8	2,7

Poniżej przedstawiamy w skróconej formie nasz scenariusz makroekonomiczny na lata 2020-2021 dla krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej – Czech, Węgier i Rumunii (dalej: kraje EŚW-3).

Źródło: Reuters, Credit Agricole

Obecnie poznaliśmy jedynie wstępny szacunek PKB za III kw. w Czechach (-5,8% r/r wobec -10,9% w II kw.). Okazał się on lepszy od oczekiwań rynkowych (-6,9%) i prognozy Narodowego Banku Czech (-10,0%). Dane za III kw. dla pozostałych gospodarek regionu EŚW-3 zostaną opublikowane dopiero w kolejnych tygodniach. Kluczowe dla naszych średnioterminowych prognoz są jednak nie dane o aktywności w III kw. tylko oczekiwania dot. przebiegu drugiej fali pandemii i obostrzeń nakładanych przez rządy tych krajów. To one będą decydowały o skali spadku PKB w IV kw. br.

Podobnie jak w przypadku Polski, obserwowana obecnie skala zachorowań w regionie EŚW-3 jest zaskoczeniem. Druga fala pandemii przebiega najmniej korzystnie w Czechach. Z tego względu obostrzenia nałożone przez rząd w tym kraju są również najsurowsze – wprowadzony został pełny *lockdown*. Obowiązuje godzina policyjna, większość sklepów jest zamknięta, podobnie jak zakłady fryzjerskie, kina, siłownie, baseny. Nauka w szkołach prowadzona jest w trybie zdalnym, a restauracje serwują posiłki tylko na wynos. Tak znacząca skala obostrzeń przyczyni się do załamania konsumpcji i inwestycji. Mniejsze obostrzenia – podobne rozwiązania jak w Polsce – obowiązują w Rumunii. Z kolei na Węgrzech ograniczenia administracyjne są relatywnie najmniejsze. Instytucje kulturalne, miejsca publiczne są otwarte, szkoły działają w trybie stacjonarnym, można organizować imprezy rodzinne dla mniej niż 200 osób. Zakazane są natomiast imprezy masowe z udziałem ponad 500 osób, a restauracje, kawiarnie i bary są otwarte do 23:00. Zróżnicowanie skali obostrzeń (por. tabela poniżej), które będą najprawdopodobniej utrzymywały się do końca I kw. 2021 r., znajduje odzwierciedlenie w prognozowanych przez nas dynamikach PKB w 2020 r.: -7,5% w Czechach, -5,3% w Rumunii i -4,5% na Węgrzech.

Uważamy, że podobnie jak w Polsce, druga fala pandemii w intensywnej postaci potrwa w gospodarkach EŚW-3 do przełomu I i II kw. 2021. 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). Prognozujemy, że średnioroczne tempo wzrostu gospodarczego w 2021 r. wyniesie 4,0% r/r w Czechach, 4,2% w Rumunii i 3,9% na Węgrzech.

Obostrzenia w krajach EŚW-3		
Czechy	Węgry	Rumunia
<ul style="list-style-type: none"> Godzina policyjna pomiędzy 21.00-5.00 Zamknięcie większości sklepów (oprócz sklepów pierwszej potrzeby i spożywczych, aptek, stacji benzynowych) Zakaz handlu w niedzielę Zamknięcie salonów fryzjerskich, galerii handlowych, siłowni, basenów, kin, obiektów sportowych, etc. Obowiązek noszenia maseczek Restauracje – tylko na wynos Sklepy i restauracje zamykają się o 20:00 Nauka w trybie zdalnym 	<ul style="list-style-type: none"> Obywatele innych państw nie mają wstępu na terytorium Węgier (z wyjątkami). Maski w transporcie publicznym i wewnątrz budynków Restauracje, kawiarnie, bary i hotele są otwarte do 23:00. Instytucje kulturalne, miejsca publiczne są otwarte. Szkoły w trybie stacjonarnym Zakazane są imprezy masowe z udziałem ponad 500 osób. Można organizować imprezy rodzinne dla mniej niż 200 osób. 	<ul style="list-style-type: none"> Wydłużenie stanu alarmowego do 15 listopada Restauracje, kawiarnie, kina, teatry, bary, dyskoteki i kasyna zamknięte w Bukareszcie Nauka w trybie zdalnym Obowiązek noszenia maseczek Zabronione organizowanie wesel, chrzcin i innych imprez rodzinnych. Imprezy sportowe bez publiczności Na niektórych obszarach władze lokalne mogą również wprowadzić bardziej rygorystyczne ograniczenia.

Źródło: Credit Agricole

W ostatnich miesiącach inflacja znajdowała się w nich powyżej celów inflacyjnych banków centralnych we wszystkich krajach EŚW-3. Najmniejsze odchylenie występowało w przypadku Rumunii, największe w przypadku Czech. Nasilenie presji inflacyjnej wynikało m.in. z szoków podaźowych, przerzucania przez firmy kosztów związanych z koniecznością spełnienia wymogów bezpieczeństwa w warunkach pandemii na konsumentów oraz podwyżek cen produktów i usług w celu utrzymania rentowności przy zmniejszonych obrotach. Podwyższona inflacja (w szczególności bazowa) będzie utrzymywała się w krajach EŚW-3 najprawdopodobniej do końca br. Uważamy, że w horyzoncie kilku kwartałów inflacja obniży się, czemu sprzyjać będą efekty wysokiej bazy oraz niska presja płacowa. Oczekujemy, że w 2021 r. cele inflacyjne zostaną osiągnięte we wszystkich krajach EŚW-3.

Oczekujemy, że ze względu na wystąpienie drugiej fali pandemii, Narodowy Bank Czech (CNB) zdecyduje się na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej. Naszym zdaniem stopy procentowe zostaną obniżone o 20 pb do 0,05% w IV kw. br. i pozostaną one na tym poziomie co najmniej do końca 2021 r. Z uwagi na inflację kształtującą się obecnie wyraźnie powyżej celu inflacyjnego CNB oraz jastrzębie wypowiedzi niektórych przedstawicieli banku centralnego dostrzegamy ryzyko w górę dla tego scenariusza. W horyzoncie prognozy oczekujemy lekkiej aprecjacji kursu korony względem euro. Prognozujemy, że kurs EURCZK ukształtuje się na poziomie 26,80 na koniec br. i 26,20 na koniec 2021 r.

Oczekujemy, że również w Rumunii polityka pieniężna zostanie złagodzona w najbliższym czasie w odpowiedzi na spadek PKB w trakcie drugiej fali pandemii. Ograniczona przestrzeń do manewru w zakresie luzowania polityki fiskalnej, wciąż relatywnie wysoki poziom stóp procentowych i inflacja kształtująca się w pobliżu celu inflacyjnego stanowią wsparcie dla takiego scenariusza. Oczekujemy, że Narodowy Bank Rumunii zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych o 25pb w IV kw. br. do 1,00%. Jednocześnie, ze względu na interwencje walutowe banku centralnego uważamy, że kurs EURRON pozostanie stabilny w przedziale 4,85-4,88 do końca 2021 r.

W przypadku Narodowego Banku Węgier (MNB), ważnym czynnikiem determinującym zmiany w polityce pieniężnej jest obecnie kształtowanie się kursu EURHUF, z uwagi na jego wpływ na inflację. Wiceprezes banku centralnego stwierdził w ostatnim czasie, że należy wykluczyć dalsze obniżki głównej stopy procentowej. Jednocześnie, w reakcji na osłabienie kursu forinta, MNB podniósł we wrześniu stopę

depozytu jednotygodniowego w banku centralnym z 0,60% do 0,75%. Oczekujemy, że zgodnie z zapowiedzią banku centralnego, główna stopa procentowa pozostanie na obecnym poziomie (0,6%) do końca 2021 r. Dostrzegamy jednak ryzyko, że MNB może zdecydować się na kolejną podwyżkę stopy jednotygodniowego depozytu w najbliższych tygodniach, jeśli kurs EURHUF nie obniży się po wyborach prezydenckich w USA. Prognozujemy, że kurs EURHUF wyniesie 357 na koniec 2020 r. i 345 na koniec 2021 r.

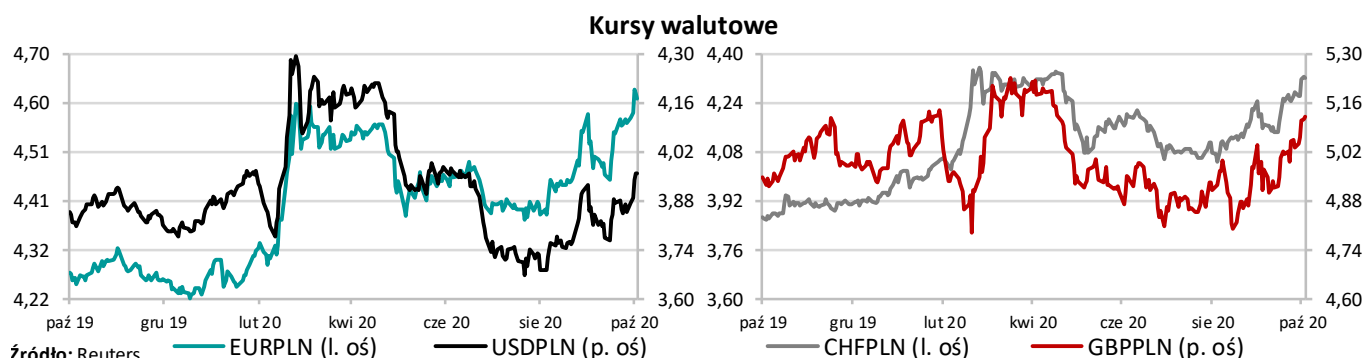
Uważamy, że w najbliższych miesiącach wsparciem dla walut regionu EŚW-3 będzie uruchomienie pakietu fiskalnego w USA, luzowanie polityki pieniężnej przez EBC oraz wyceniane w większym stopniu przez rynki ożywienie wzrostu gospodarczego w 2021 r. Dostrzegamy jednak ryzyko w górę dla naszych prognoz EURCZK, EURRON i EURHUF na koniec br. i I kw. 2021 r. Uważamy, że ewentualna materializacja scenariusza alternatywnego, w którym wyniki wyborów prezydenckich zostaną zakwestionowane, a w efekcie perspektywa łagodzenia polityki fiskalnej w USA odsunie się w czasie, będzie negatywna dla nastrojów rynkowych i kursów krajów EŚW-3. Nie jest to jednak nasz scenariusz bazowy, dlatego na razie podtrzymujemy prognozy kursowe przedstawione w poniższej tabeli.

	Stopy referencyjne banków centralnych (%)							
	mar 20	cze 20	wrz 20	gru 20	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21
Czechy	1,00	0,25	0,25	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Węgry	0,90	0,75	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Rumunia	2,00	1,75	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25

	Kursy walutowe							
	mar 20	cze 20	wrz 20	gru 20	mar 21	cze 21	wrz 21	gru 21
EURCZK	27,29	26,65	27,05	26,80	26,60	26,40	26,30	26,20
EURHUF	359	354	363	357	354	351	348	345
EURRON	4,83	4,84	4,87	4,88	4,88	4,85	4,85	4,85

Źródło: Reuters, Credit Agricole

Kurs EURPLN najwyższy od kwietnia 2009 r.

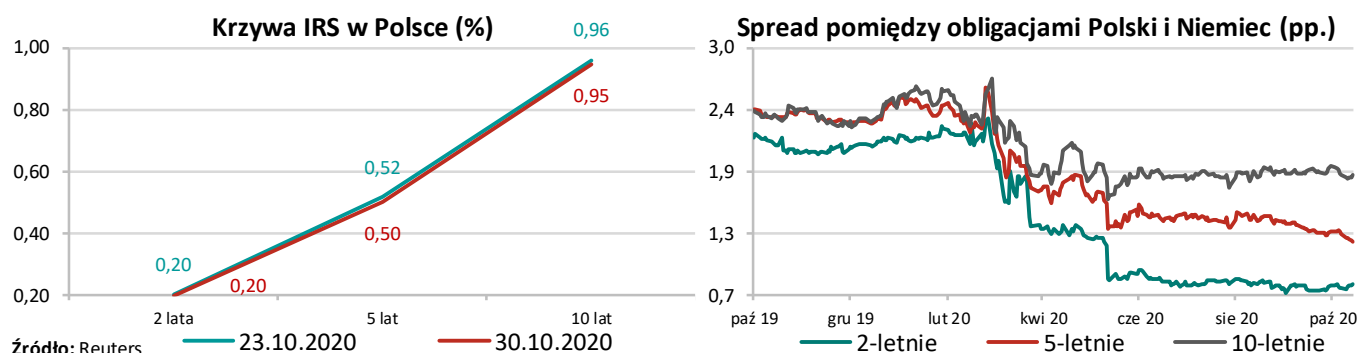


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,6137 (osłabienie złotego o 1,1%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w trendzie wzrostowym. W kierunku osłabienia złotego oddziaływała rosnąca liczba nowych zakażeń koronawirusem, której przyrost osiągnął w ubiegłym tygodniu nowe rekordowe poziomy. W konsekwencji inwestorzy zaczęli wyceniać wprowadzenie kolejnych restrykcji administracyjnych w Polsce, co istotnie pogorszyło nastroje na krajowym rynku walutowym. W efekcie kurs EURPLN w czwartek wyniósł 4,6447 osiągając najwyższy poziom od kwietnia 2009 r. Publikacje licznych danych ze światowej gospodarki nie miały istotnego wpływu na kurs złotego.

W zeszłym tygodniu doszło również do osłabienia euro względem dolara. Spadkowi kursu EURUSD sprzyjały dane wskazujące na szybki wzrost liczby zakażeń w Europie, które nasiliły obawy o perspektywy wzrostu gospodarczego w strefie euro. Umocnieniu dolara sprzyjał również wzrost awersji do ryzyka ze względu na impas w rozmowach nt. nowego pakietu fiskalnego w USA i istotne obniżenie prawdopodobieństwa osiągnięcia kompromisu przed wyborami prezydenckimi w USA.

Opublikowane dzisiaj rano wyniki badań koniunktury w polskim oraz chińskim przetwórstwie są w naszej ocenie neutralne dla złotego. W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa. Kluczowym wydarzeniem dla rynku walutowego będą wybory prezydenckie w USA, co może sprzyjać podwyższonej zmienności kursu złotego. Posiedzenie FOMC oraz dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, wnioski o zasiłek dla bezrobotnych oraz indeks ISM dla przetwórstwa) w naszej ocenie pozostaną w cieniu wyborów prezydenckich i nie będą miały istotnego wpływu na kurs polskiej waluty. Naszym zdaniem posiedzenie RPP również będzie neutralne dla rynku.

Wybory prezydenckie w USA kluczowe dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS wyniosły 0,20 (brak zmiany), 5-letnie obniżyły się do 0,50 (spadek o 2pb), a 10-letnie do 0,95 (spadek o 1pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS były relatywnie stabilne na tle ostatnich tygodni. Niższej zmienności sprzyjała niższa aktywność inwestorów w oczekiwaniu na wybory prezydenckie w USA, a także ewentualne zaostrożenie restrykcji administracyjnych w Polsce ze względu na rosnącą liczbę zakażeń koronawirusem. W środę BGK sprzedał obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 za 2,7 mld PLN przy popycie równym 5,1 mld PLN.

Opublikowane dzisiaj rano wyniki badań koniunktury w polskim przetwórstwie są w naszej ocenie neutralne dla stawek IRS. W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach stawki IRS pozostaną pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa. Kluczowe dla inwestorów będą wybory prezydenckie w USA. Termin ogłoszenia ostatecznych wyników jest nieznanym z uwagi na konieczność przeliczenia głosów oddanych korespondencyjnie. Niemniej szacunkowe wyniki będą sprzyjać podwyższonej zmienności stawek IRS. Posiedzenie FOMC oraz dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, wnioski o zasiłek dla bezrobotnych oraz indeks ISM dla przetwórstwa) pozostaną w cieniu wyborów prezydenckich. Uważamy, że posiedzenie RPP nie będzie miało istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	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	lis 20
Stopa referencyjna NBP* (%)	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	0,10
Kurs EURPLN*	4,26	4,31	4,26	4,30	4,33	4,55	4,54	4,44	4,44	4,41	4,40	4,53	4,60	4,51
Kurs USDPLN*	3,82	3,91	3,79	3,87	3,92	4,13	4,15	4,00	3,95	3,74	3,68	3,86	3,95	3,89
Kurs CHFPLN*	3,87	3,91	3,92	4,02	4,06	4,29	4,30	4,16	4,17	4,10	4,07	4,21	4,32	4,20
Inflacja CPI (r/r, %)	2,5	2,6	3,4	4,3	4,7	4,6	3,4	2,9	3,3	3,0	2,9	3,2	3,0	3,0
Inflacja bazowa (r/r, %)	2,4	2,6	3,1	3,1	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,3	4,0	4,3	4,3	4,3
Produkcja przemysłu (r/r, %)	3,7	1,5	3,8	1,1	4,8	-2,4	-24,6	-16,8	0,5	1,1	1,5	5,9	0,5	0,5
Inflacja PPI (r/r, %)	-0,3	-0,1	1,0	0,9	0,2	-0,3	-1,4	-1,7	-0,8	-0,6	-1,3	-1,6	-0,9	-0,9
Sprzedż detaliczna (r/r, %)	5,4	5,9	7,5	5,7	9,6	-7,0	-22,6	-8,6	-1,9	2,7	0,4	2,7	-3,9	-3,9
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	5,9	5,3	6,2	7,1	7,7	6,3	1,9	1,2	3,6	3,8	4,1	5,6	4,8	4,8
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	2,5	2,6	2,6	1,1	1,1	0,3	-2,1	-3,2	-3,3	-2,3	-1,5	-1,2	-1,0	-1,0
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	5,1	5,2	5,5	5,5	5,4	5,8	6,0	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Saldo ROB (mln EUR)	243	1182	73	2756	1100	805	772	2028	3811	1012	947	2030		
Eksport (r/r, %, EUR)	5,5	2,5	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,3	-19,6	2,6	1,7	0,8	6,2		
Import (r/r, %, EUR)	2,1	-1,8	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,4	-28,2	-10,3	-4,4	-5,1	0,2		

* 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	
Wkład 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**
Poniedziałek 02.11.2020 r.						
2:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	53,0	53,5	53,0
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	50,8	51,2	51,1
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	58,0	58,0	58,0
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	54,4	54,4	54,4
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	53,3		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Październik	55,4	55,6	55,8
Wtorek 03.11.2020 r.						
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Wrzesień	0,7	0,7	1,0
Środa 04.11.2020 r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Listopad	0,10	0,10	0,10
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Październik	46,2	46,2	46,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Październik	49,4	49,4	49,4
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Wrzesień	-2,5		-2,4
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Październik	749		650
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Październik	57,8	58,0	57,5
Czwartek 05.11.2020 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Wrzesień	4,5		2,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Wrzesień	4,4		-1,1
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Listopad	0,10	0,10	0,10
13:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	751		746
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Listopad	0,25	0,25	0,25
Piątek 06.11.2020 r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Wrzesień	-0,2		2,8
14:00	Polska	Minutes z posiedzenia RPP	Październik			
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Październik	7,9	7,7	7,6
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Październik	661	550	600
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Wrzesień	-0,1		-0,1
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Wrzesień	1,4		

* 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