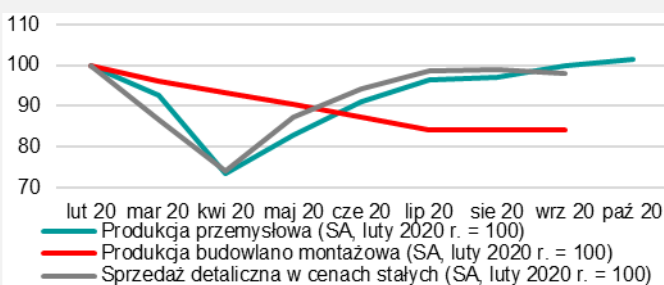


W tym tygodniu

- ▮ **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na dzisiaj publikacja wstępnych listopadowych wyników badań koniunktury w najważniejszych europejskich gospodarkach.** Oczekujemy, że zagregowany indeks PMI w strefie euro zmniejszył się do 42,3 pkt. w listopadzie wobec 50,0 pkt. w październiku z uwagi na pogorszenie koniunktury zarówno w przetwórstwie, jak i usługach. Uważamy, że analogiczną sytuację zaobserwujemy również w przypadku Francji i Niemiec. W kierunku spadku wskaźników PMI oddziałuje druga fala pandemii koronawirusa i obostrzenia wprowadzane przez rządy niektórych europejskich krajów. We wtorek opublikowany zostanie indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących sektor przemysłu przetwórczego, budownictwa i usług. Oczekujemy, że wartość indeksu zmniejszy się do 90,6 pkt. w listopadzie z 92,7 pkt. w październiku. Nasze prognozy wyników badań koniunktury w strefie euro kształtują się poniżej konsensusu, a tym samym ich materializacja byłaby lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- ▮ **Na środę zaplanowana jest publikacja *Minutes* z posiedzenia FOMC.** Uważamy, że dokument nie dostarczy nowych informacji istotnie zmieniających perspektywy polityki pieniężnej w USA. Kluczowe będą informacje dotyczące dyskusji członków FED nt. modyfikacji parametrów programu luzowania ilościowego, o czym wspominał J. Powell podczas konferencji po ostatnim posiedzeniu FED. Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym stopy procentowe w USA pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy czas, a FED złagodzi politykę pieniężną najprawdopodobniej poprzez modyfikację parametrów programu luzowania ilościowego. Termin tej decyzji jest jednak obecnie trudny do przewidzenia ze względu na szereg czynników ryzyka (takich jak skala i termin uruchomienia pakietu fiskalnego oraz wpływ pandemii COVID-19 na warunki makroekonomiczne, por. MAKROmapa z 9.11.2020). Uważamy, że publikacja *Minutes* nie spotka się z reakcją rynkową.
- ▮ **W tym tygodniu poznamy istotne dane z USA.** Na środę zaplanowana jest publikacja drugiego szacunku PKB w III kw. Prognozujemy, że sprowadzona do wymiaru rocznego (zannualizowana) zmiana PKB wyniosła +33,1% w III kw. (bez zmian wobec wstępnego szacunku). W środę opublikowane zostaną wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe w USA. Oczekujemy, że zwiększyły się one w październiku o 1,2% m/m wobec wzrostu o 1,9% we wrześniu. W środę poznamy również liczbę wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Zgodnie z konsensusem wyniesie ona 733 tys. wobec 742 tys. tydzień temu, obniżając się po jednorazowym wzroście odnotowanym w ubiegłym tygodniu. W tym tygodniu poznamy również wyniki badań koniunktury. Oczekujemy, że wskaźnik Conference Board (96,0 pkt. w listopadzie wobec 100,9 pkt. w październiku), podobnie jak finalny indeks Uniwersytetu Michigan (76,5 pkt. w listopadzie wobec 81,8 pkt. w październiku) wskaże na pogorszenie nastrojów konsumenckich związane z obserwowaną obecnie kolejną falą pandemii COVID-19 w USA. Uważamy, że sumaryczny wpływ danych z amerykańskiej gospodarki na rynki finansowe będzie ograniczony.

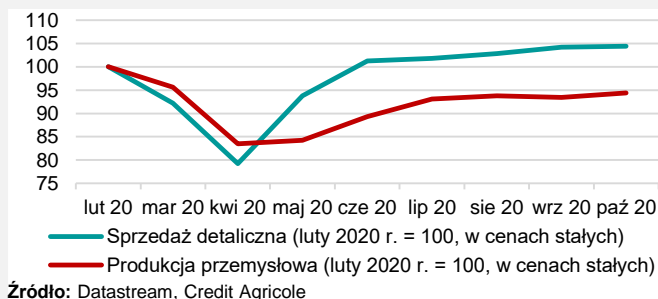
- ▮ **Dzisiaj poznamy dane o krajowej sprzedaży detalicznej.** Prognozujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej zmniejszyła się z 2,7% r/r w sierpniu do -3,9% we wrześniu. Wsparcie dla naszej prognozy stanowią pogorszenie nastrojów konsumenckich odnotowane w październiku oraz wprowadzone przez rząd obostrzenia. Nasza prognoza dynamiki sprzedaży detalicznej kształtuje się poniżej konsensusu rynkowego (-0,3%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Źródło: Credit Agricole

W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały liczne dane z amerykańskiej gospodarki. Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych zwiększyła się do 742 tys. wobec 711 tys. dwa tygodnie temu, co było powyżej oczekiwań rynku (707 tys.). Był to jednocześnie pierwszy wzrost liczby wniosków o



Źródło: Datastream, Credit Agricole

zasiłek od 5 tygodni. Na uwagę zasługuje również dalsze silne zmniejszenie liczby kontynuowanych wniosków z 6,8 mln do 6,4 mln. Warto jednak odnotować, że jej spadek wynika w znacznym stopniu z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. Dane potwierdzają tym samym, że poprawa sytuacji na amerykańskim rynku pracy wyraźnie wyhamowała, a on sam nadal znajduje się daleko od równowagi. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. produkcji przemysłowej, która zwiększyła się w październiku o 1,1% m/m wobec spadku o 0,4% we wrześniu, co było powyżej oczekiwań rynku (+0,8%). Wzrost dynamiki produkcji wynikał z wyższej dynamiki produkcji w dostarczaniu mediów oraz przetwórstwie, podczas gdy przeciwny wpływ miał jej spadek w górnictwie. Wykorzystanie mocy wytwórczych zwiększyło się w październiku do 72,8% wobec 72,0%. Niemniej pozostaje ono nadal wyraźnie poniżej poziomów sprzed wybuchu pandemii (ok. 77%). W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały również dane nt. sprzedaży detalicznej, która zwiększyła się w październiku o 0,3% wobec wzrostu o 1,6% we wrześniu, co było poniżej oczekiwań rynku (0,5%). Bez uwzględnienia samochodów miesięczna dynamika sprzedaży zmniejszyła się w październiku do 0,2% wobec 1,2% we wrześniu. Spadek dynamiki sprzedaży detalicznej odnotowano w większości kategorii. Poziom sprzedaży detalicznej w październiku ukształtował się na poziomie o prawie 5% wyższym niż przed wybuchem pandemii wskazując, że po silnym ożywieniu popytu konsumenckiego w USA obserwowanym w poprzednich miesiącach obecnie jego tempo wyraźnie spowolniło. W zeszłym tygodniu opublikowane zostały także dane nt. sprzedaży domów na rynku wtórnym (6,85 mln w październiku wobec 6,57 mln we wrześniu), rozpoczętych budów (1530 tys. wobec 1459 tys.) oraz pozwoleń na budowę (1545 tys. w październiku i wrześniu), które wskazały na dalsze ożywienie aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również indeksy Philadelphia FED (26,3 pkt. w listopadzie wobec 32,3 pkt. w październiku) oraz NY Empire State (6,3 pkt. wobec 10,5 pkt.), które zasygnalizowały pogorszenie koniunktury w przetwórstwie. Ubiegłotygodniowe dane stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym amerykański PKB zmniejszy się w 2020 r. o 4,5% wobec wzrostu o 2,3% w 2019 r., a w 2021 r. wzrośnie o 3,7%. Głównymi czynnikami ryzyka dla trwałości ożywienia wzrostu gospodarczego w USA jest dalszy przebieg pandemii COVID-19 w USA, a także skala i profil czasowy nowego pakietu stymulacyjnego.

Produkcja przemysłowa w Polsce zwiększyła się w październiku o 1,0% r/r wobec wzrostu o 5,9% we wrześniu. Główną przyczyną zmniejszenia dynamiki produkcji przemysłowej pomiędzy wrześniem i październikiem była niekorzystna różnica w liczbie dni roboczych. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w październiku o 1,6% m/m. W rezultacie październik był pierwszym miesiącem, w którym odsezonowany poziom produkcji ukształtował się wyraźnie powyżej (około 1,4%) poziomu odnotowanego w lutym br., czyli ostatnim miesiącu przed silnym negatywnym wpływem pandemii COVID-19 na produkcję. W październiku, podobnie jak w ostatnich miesiącach, głównym źródłem wzrostu produkcji przemysłowej był wzrost aktywności w działach o znaczącym udziale sprzedaży eksportowej w

przychodach (por. MAKROpuls z 20.11.2020). Czynnikiem oddziałującym w kierunku wzrostu produkcji w branżach eksportowych jest stopniowe ożywienie w światowym handlu. Struktura branż, w których odnotowano relatywnie wysoki wzrost produkcji przemysłowej wskazuje, że jednym z głównych źródeł ożywienia w światowym handlu jest konsumpcja. W ubiegłym tygodniu GUS opublikował również wyniki listopadowego badania koniunktury w przetwórstwie przemysłowym wskazujące na jej znaczące pogorszenie. Główną przyczyną pogorszenia nastrojów w przetwórstwie przemysłowym jest druga fala pandemii COVID-19. Warto również odnotować, że wyraźny spadek wskaźnika ogólnego klimatu koniunktury w listopadzie odnotowano również w innych głównych obszarach gospodarki, w tym w budownictwie, handlu detalicznym, transporcie i gospodarce magazynowej oraz gastronomii i zakwaterowaniu. Szeroki zakres pogorszenia koniunktury w listopadzie jest zgodny z naszym scenariuszem makroekonomicznym, przewidującym znaczący spadek dynamiki PKB z -1,6% r/r w III kw. do -4,5% r/r w IV kw.

➤ **Nominalna dynamika wynagrodzeń w polskim sektorze przedsiębiorstw zmniejszyła się w październiku do 4,7% r/r wobec 5,6% we wrześniu.** W ujęciu realnym, po skorygowaniu o zmiany cen, wynagrodzenia w firmach zwiększyły się w październiku o 1,6% r/r. Do zmniejszenia tempa wzrostu płac pomiędzy wrześniem a październikiem przyczynił się efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Obniżenie tempa wzrostu wynagrodzeń pomiędzy wrześniem a październikiem wynikało naszym zdaniem również ze słabszego niż przed rokiem efektu wypłacenia premii i nagród (por. MAKROpuls z 19.11.2020). Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w październiku do -1,0% r/r wobec -1,2% we wrześniu. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zwiększyło się w październiku o 5,9 tys. osób wobec wzrostu o 17,4 tys. osób we wrześniu. Wzrost zatrudnienia w październiku w porównaniu do września wynikał z dalszego przywracania wymiarów etatów pracowników sprzed pandemii oraz przyjęć do pracy. Warto zwrócić uwagę, że miesięczna dynamika zatrudnienia wyraźnie obniża się w porównaniu do poprzednich miesięcy, podczas gdy w październiku ono samo było nadal o 127,6 tys. niższe niż w lutym br., czyli ostatnim miesiącu przed silnym wpływem pandemii na rynek pracy. Wskazuje to na wyraźne wyhamowanie poprawy sytuacji na rynku pracy, co jest zgodne z naszym scenariuszem zakładającym jego powolny powrót do poziomu równowagi. Ubiegłotygodniowe dane są spójne z naszą prognozą zakładającą, że stopa bezrobocia rejestrowanego zwiększy się na koniec IV kw. do 7,1% wobec 6,1% w na koniec III kw., a dynamika konsumpcji obniży się w IV kw. do -3,6% r/r wobec 1,0% w III kw.

➤ **W ubiegłym tygodniu premier M. Morawiecki przedstawił przybliżony harmonogram łagodzenia restrykcji administracyjnych w Polsce, które zostały wprowadzone w ostatnich tygodniach w celu zahamowania rozprzestrzeniania się koronawirusa.** Od 28 listopada do 27 grudnia obowiązywać będzie tzw. „etap odpowiedzialności”. Jego najważniejszym założeniem jest ponowne otwarcie wszystkich sklepów w galeriach handlowych przy zachowaniu dotychczasowego limitu osób przebywających w sklepach oraz tzw. godziny dla seniorów. Najwcześniej od 28 grudnia (w zależności od sytuacji epidemicznej) obowiązywać będzie tzw. „etap stabilizacji”. Na podstawie średniej liczby zachorowań za ostatnie 7 dni w Polsce przywrócone zostaną strefy: czerwona (19 tys. zachorowań), żółta (9,4 tys. zachorowań) i zielona (3,8 tys. zachorowań), z charakterystycznymi dla siebie restrykcjami administracyjnymi. Jednocześnie M. Morawiecki zapowiedział, że termin tegorocznych ferii zimowych będzie ujednoczony dla wszystkich województw i odbędą się one w dniach 4-17 stycznia. Oznacza to, że nauczanie w szkołach po świętach zostanie wznowione dopiero 18 stycznia. Choć nie zostało to bezpośrednio zakomunikowane przez rząd, najprawdopodobniej w okresie ferii zostaną wprowadzone ograniczenia w przemieszczaniu się. Termin wznowienia nauczania w szkołach najprawdopodobniej zbiegnie się w czasie z terminem pojawienia się szczepionki w Polsce. Na podstawie najnowszej prognozy ICM (Interdyscyplinarne Centrum Modelowania Matematycznego i Komputerowego Uniwersytetu Warszawskiego) trudno jest ocenić, czy mimo otwarcia galerii w listopadzie dzienna liczba nowych przypadków spadnie na początku stycznia

poniżej progu umożliwiającego zniesienie strefy czerwonej na terenie całego kraju. Niemniej nawet jeśli tak się stanie, to otwarcie hoteli (strefa żółta) nastąpi w okresie ferii, czyli w okresie prawdopodobnego ograniczenia w przemieszczaniu się. Tym samym pozytywny wpływ luzowania restrykcji na konsumpcję w styczniu będzie ograniczony. Jest to spójne z naszym scenariuszem pełzającego lockdownu, zgodnie z którym dynamika polskiego PKB zwiększy się w I kw. do -1,2% r/r wobec -4,5% w IV kw.

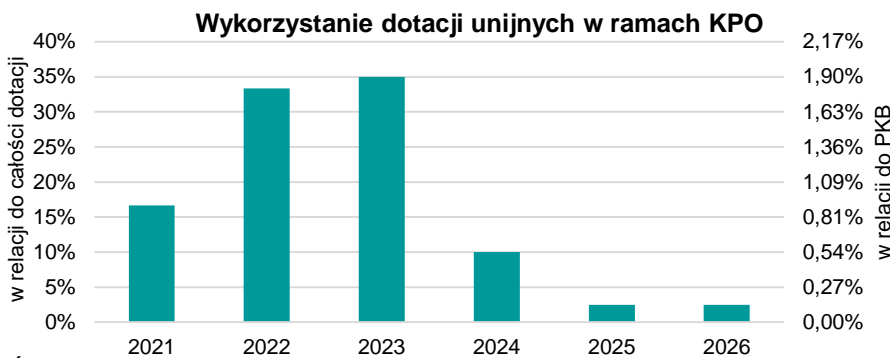
Czy zawetowanie budżetu UE osłabi gospodarcze ożywienie?

Na szczycie Unii Europejskiej w lipcu br. ustalono, że dla zapewnienia przestrzegania praworządności w krajach członkowskich UE zostanie wprowadzony tzw. system warunkowości w celu ochrony budżetu (Wieloletnich Ram Finansowych - WRF) i instrumentu Next Generation EU (dalej Funduszu Odbudowy). Konsekwencją tych ustaleń jest rozporządzenie Rady Europejskiej (RE) i Parlamentu Europejskiego (PE), zgodnie z którym RE może, opierając się na propozycji Komisji Europejskiej, zdecydować o zawieszeniu wypłaty środków unijnych w ramach WRF i Funduszu Odbudowy w sytuacji, gdy uzna, iż zasada praworządności nie jest przestrzegana przez kraj członkowski. Decyzje podejmowane przez Radę będą przyjmowane większością kwalifikowaną. W poniedziałek rozporządzenie RE i PE zostało zakwestionowane przez Polskę i Węgry, które zapowiedziały zawetowanie WRF na lata 2021-2027 i Funduszu Odbudowy, jeśli nie zostanie ono znacząco zmodyfikowane (jak proponuje Polska, której przedstawiciele mówią o „braku przewidywalności prawnej”) lub odrzucone (co proponują Węgry i co oznaczałoby pał w procedowaniu WRF i Funduszu Odbudowy przez Parlament Europejski, który jednoznacznie opowiedział się za powiązaniem wypłat środków unijnych z przestrzeganiem praworządności).

Uważamy, że mimo pozornie znaczących różnic w stanowiskach większości krajów UE oraz Polski i Węgier obie strony osiągną kompromis na grudniowym szczycie UE lub – co nieco mniej prawdopodobne – na jednym z kolejnych takich szczytów. Kompromis osiągnięty w grudniu, wypracowany pod auspicjami prezydencji niemieckiej, mógłby przyjąć postać aneksu do wspomnianego rozporządzenia, w którym warunki podjęcia przez Radę Europejską decyzji o zawieszeniu wypłat środków unijnych byłyby zapisane w sposób satysfakcjonujący obie strony sporu. W scenariuszu alternatywnym (zawetowania budżetu unijnego), oznaczającym w istocie eskalację na linii Unia Europejska – Polska i Węgry, mielibyśmy do czynienia z wyraźnym pogorszeniem średnioterminowych perspektyw makroekonomicznych w obu krajach. Scenariusz ten omawiamy poniżej.

Weto unijnego budżetu będzie miało istotne implikacje makroekonomiczne. Roczny budżet UE, będący pochodną wieloletnich ram finansowych, jest zazwyczaj przyjmowany pod koniec poprzedniego roku budżetowego. Zgodnie z Traktatem Unijnym, jeśli nie uda się osiągnąć porozumienia w tym zakresie, do nowego budżetu stosowana jest zasada „dwunastu części środków tymczasowych” – co miesiąc można wydać nie więcej niż jedną dwunastą środków zapisanych w budżecie na rok poprzedni. Kwota ta nie może jednak przekraczać jednej dwunastej środków przewidzianych w nowym projekcie budżetu. Regulacje prawne w tym zakresie mają charakter ogólny, a tym samym konsekwencje wprowadzenia tzw. prowizorium budżetowego są trudne do przewidzenia. Można jednak oczekiwać, że opisana powyżej zasada dotycząca przeniesienia środków z roku poprzedniego będzie miała zastosowanie jedynie do wydatków bieżących (np. Wspólnej Polityki Rolnej), a nie wydatków inwestycyjnych. Dodatkowo, wspomniane powyżej regulacje dot. przestrzegania praworządności mogłyby być zastosowane w odniesieniu do prowizorium budżetowego na 2021 r., co wiązałoby się z silnym ograniczeniem napływu środków unijnych do Polski w ramach wieloletnich ram finansowych. Zgodnie z prognozą przedstawioną w listopadowym Raporcie o inflacji NBP, prognozowane wykorzystanie środków unijnych w br. wyniesie ok. 80 mld zł (ok. 3,8% PKB).

Weto oznaczałoby, że nie zostałyby uruchomiony unijny Fundusz Odbudowy. Implikacje makroekonomiczne dla Polski wynikające z uruchomienia Funduszu Odbudowy omówiliśmy dokładniej w MAKROmapie z 19.10.2020. W ramach tego funduszu państwa członkowskie mogą skorzystać z kredytów i bezzwrotnych dotacji na realizację tzw. Krajowych Planów Odbudowy (KPO). KPO to kompleksowe programy reform i projektów strategicznych, przygotowane przez poszczególne kraje, przedstawione do akceptacji Komisji Europejskiej. Horyzont czasowy reform i inwestycji to koniec 2026 r. Trudno z wyprzedzeniem przewidzieć jaka część KPO zostanie sfinansowana z użyciem kredytów oferowanych przez UE. Dlatego w poniższych szacunkach zakładamy, że na potrzeby realizacji KPO zostaną wykorzystane tylko bezzwrotne dotacje. W ramach Funduszu Odbudowy Polska i Węgry otrzymałyby bezzwrotne dotacje w wysokości ok. 5,4% PKB z 2018 r.



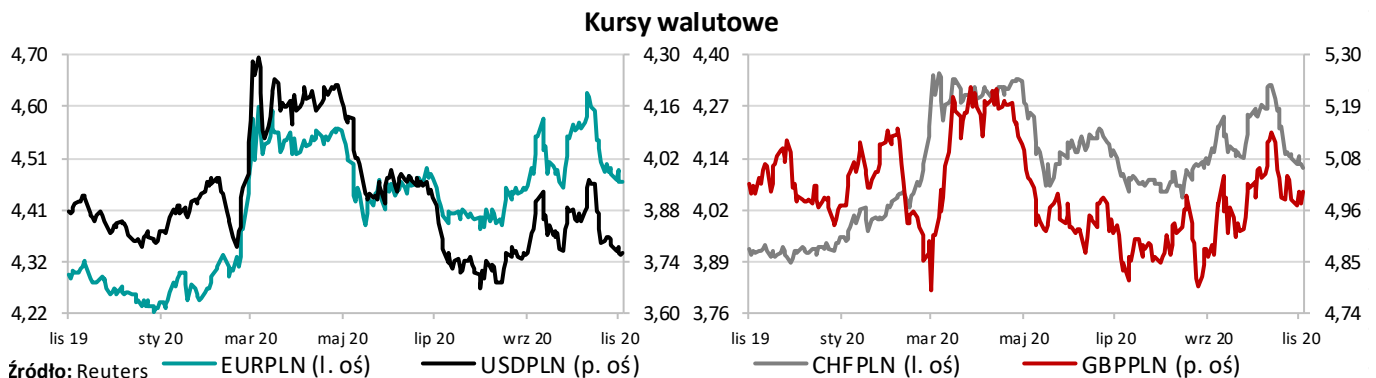
Źródło: Credit Agricole

Realizacja inwestycji finansowanych z Funduszu Odbudowy będzie czynnikiem oddziałującym w kierunku szybszego wzrostu gospodarczego w Polsce i na Węgrzech w najbliższych latach. KPO dla Węgier, podobnie jak dla Polski, nie został jeszcze opublikowany. Dlatego w tej analizie przyjmujemy takie same założenia dotyczące profilu

wykorzystania środków w ramach KPO na Węgrzech, jak w Polsce (por. MAKROmapa z 19.10.2020). Zakładamy, że 50% całkowitej kwoty dostępnych dotacji zostanie wydane do końca 2022 r. (z czego jedna trzecia przypadnie na 2021 r., a dwie trzecie na 2022 r.), a pozostała połowa dotacji przewidziana w ramach KPO zostanie wykorzystana w 2023 r. i kolejnych latach. Przy założonym przez nas profilu wykorzystania tych środków (por. wykres), fundusze unijne będą w największym stopniu dynamizowały wzrost gospodarczy w latach 2021 i 2022, a w kolejnych latach ich wpływ będzie mniejszy.

Ewentualna utrata dotacji przewidzianych w ramach unijnego Funduszu Odbudowy wskutek weta unijnego budżetu oddziaływałyby w kierunku obniżenia trajektorii wzrostu gospodarczego na Węgrzech i w Polsce. Materializacja takiego scenariusza stanowiłaby istotne ryzyko w dół dla naszych prognoz wzrostu gospodarczego na Węgrzech (4,1% r/r) i w Polsce (3,6% r/r) w 2021 r.. Niewykorzystanie środków z Funduszu odbudowy oznaczałoby również ryzyko w górę dla naszej prognozy kursów EURPLN (4,35) i EURHUF (345,00) na koniec 2021 r.

Wstępne indeksy PMI dla strefy euro negatywne dla złotego



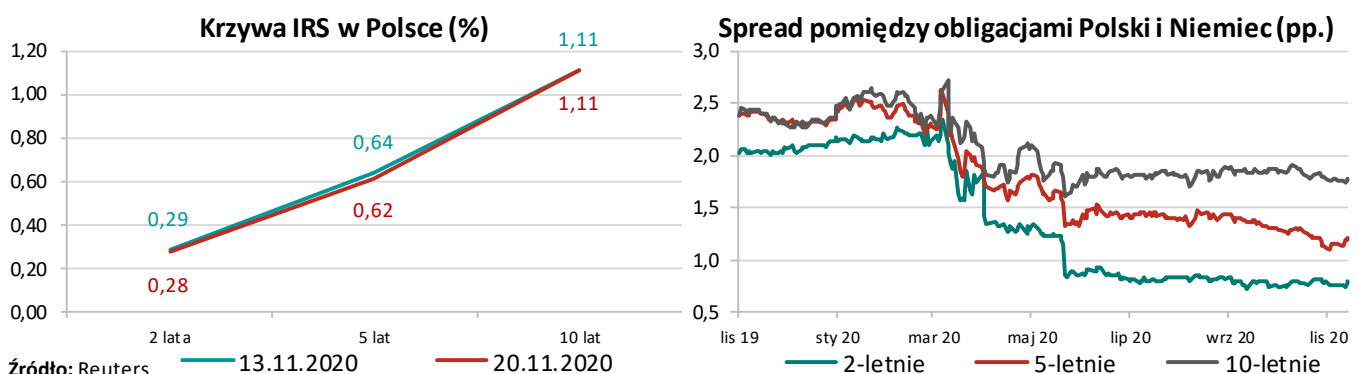
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,4645 (umocnienie złotego o 0,3%). Przez cały ubiegły tydzień kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie spadkowym. Był on kontynuacją umocnienia

złotego sprzed dwóch tygodni w reakcji na informacje o opracowaniu skutecznej szczepionki na koronawirusa (por. MAKROmapa z 20.11.2020). Publikacje krajowych danych o produkcji oraz zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, nie miały istotnego wpływu na rynek.

Kontynuację trendu wzrostowego sprzed dwóch tygodni obserwowano natomiast w przypadku kursu EURUSD, a informacje o coraz szybszym wzroście liczby przypadków koronawirusa w USA nie zdołały doprowadzić do trwałego umocnienia dolara względem euro.

W tym tygodniu, podobnie jak w poprzednich tygodniach kurs złotego pozostanie pod wpływem nastrojów na rynkach globalnych związanych z pandemią koronawirusa, a także informacji nt. perspektyw uruchomienia nowego pakietu stymulacyjnego w USA. Uważamy, zaplanowana na dziś publikacja wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek będzie lekko negatywna dla złotego. W kierunku osłabienia kursu polskiej waluty mogą oddziaływać również dzisiejsze krajowe dane o sprzedaży detalicznej. Dane z USA (drugi szacunek PKB, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) i Niemiec (indeks Ifo), jak również publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC nie będą miały w naszej ocenie istotnego wpływu na kurs złotego.

Wstępne indeksy PMI oraz krajowe dane o sprzedaży w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,28 (spadek o 1pb), 5-letnie do 0,62 (spadek o 2pb), a 10-letnie wyniosły 1,11 (brak zmiany). W Przez cały ubiegły tydzień obserwowana była stabilizacja stawek IRS na całej długości krzywej. Publikacje krajowych danych o produkcji oraz zatrudnieniu i przeciętnym wynagrodzeniu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, nie miały istotnego wpływu na rynek. W środę NBP przeprowadził operację outright buy skupując obligacje skarbowe za łącznie 214,5 mln EUR. Operacja nie miała istotnego wpływu na rynek. Do tej pory w ramach operacji outright buy NBP skupił obligacje o łącznej wartości 105,5 mld PLN.

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 informacje nt. perspektyw uruchomienia nowego pakietu stymulacyjnego w USA. W centrum uwagi rynku będą dzisiejsze publikacje wstępnych indeksów PMI dla najważniejszych europejskich gospodarek oraz krajowych danych o sprzedaży detalicznej, które mogą oddziaływać w kierunku spadku stawek IRS. Uważamy, że dane z USA (drugi szacunek PKB, indeks Conference Board, finalny indeks Uniwersytetu Michigan) i Niemiec (indeks Ifo), jak również publikacja *Minutes* z listopadowego posiedzenia FOMC nie będą miały znaczącego 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	3,1	
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	4,2	
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	1,0	
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	-0,4	
Sprzedaż 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	
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	4,7	
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	
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 (mIn EUR)	243	1182	73	2756	1100	805	772	2028	3811	1012	1275	1072		
Eksport (r/r, % EUR)	5,5	2,5	10,8	4,9	8,0	-6,6	-29,3	-19,6	2,6	1,7	2,5	4,6		
Import (r/r, % EUR)	2,1	-1,8	0,7	3,9	0,9	-3,9	-28,4	-28,2	-10,3	-4,4	-4,9	1,5		

* 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	-1,6	-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)***	1,0	2,3	3,1	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 23.11.2020 r.						
9:30	Niemcy	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	58,2	53,5	56,5
10:00	Polska	Sprzedaż detaliczna (% r/r)	Październik	2,7	-3,9	-0,3
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w usługach (pkt.)	Listopad	46,9	40,0	42,5
10:00	Strefa euro	Wstępny PMI w przetwórstwie (pkt.)	Listopad	54,8	52,5	53,1
10:00	Strefa euro	Wstępny indeks Composite PMI	Listopad	50,0	42,3	46,1
15:45	USA	Wstępny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Listopad	53,4		53,0
Wtorek 24.11.2020 r.						
8:00	Niemcy	Finalny PKB (% kw/kw)	III kw.	8,2	8,2	8,2
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Listopad	92,7	90,6	90,8
14:00	Polska	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	17,0	16,8	16,8
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Wrzesień	0,5		
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Listopad	29,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Listopad	100,9	96,0	98,0
Środa 25.11.2020 r.						
10:00	Polska	Stopa bezrobocia rejestrowanego (%)	Październik	6,1	6,1	6,1
13:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Październik	1,9	1,2	1,0
14:30	USA	Drugi szacunek PKB (% r/r)	III kw.	33,1	33,1	33,1
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Październik	1,2		
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych (tys.)	o/tydzień	742		733
16:00	USA	Sprzedaż nowych domów (tys.)	Październik	959	954	970
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Listopad	77,0	76,5	77,0
20:00	USA	Minutes z posiedzenia FOMC	Listopad			
Czwartek 26.11.2020 r.						
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Październik	10,4		10,5
Piątek 27.11.2020 r.						
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Listopad	-0,74		

* 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