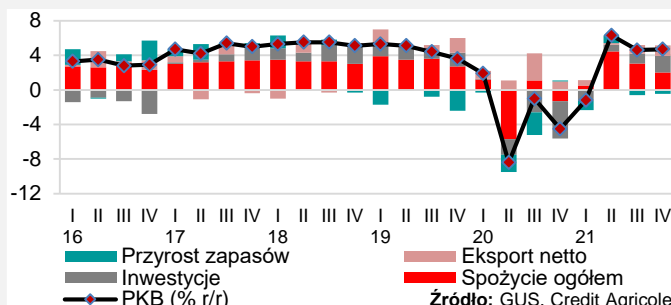


W tym tygodniu

- Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu jest zaplanowana na dziś publikacja pełnych danych o PKB w Polsce w III kw.** Oczekujemy, że dynamika PKB ukształtuje się zgodnie ze wstępnym szacunkiem (-1,6% r/r wobec -8,4% w II kw.). Uważamy, że w kierunku zwiększenia dynamiki PKB oddziaływały przede wszystkim wyższe wkłady konsumpcji i eksportu netto. Naszym zdaniem, publikacja danych o PKB nie będzie miała istotnego wpływu na kurs złotego i rentowności obligacji.
- W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Oczekujemy, że zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się o 450 tys. osób w listopadzie wobec wzrostu o 638 tys. w październiku. Prognozujemy, że stopa bezrobocia obniżyła się do 6,7% w listopadzie z 6,9% w październiku. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 420 tys. w listopadzie wobec wzrostu o 365 tys. w październiku). We wtorek opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zwiększy się do 57,5 pkt. w listopadzie wobec 59,3 pkt. w październiku. Obniżenie tempa wzrostu aktywności w przetwórstwie w wyniku kolejnej fali pandemii było już wcześniej sygnalizowane przez regionalne wskaźniki koniunktury. Oczekujemy, że publikacja danych z USA będzie neutralna dla rynków finansowych.
- We wtorek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że nie zmieniła się ona w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła -0,3% r/r. Dzisiaj dodatkowych informacji nt. inflacji w strefie euro dostarczy wstępny szacunek inflacji HICP w Niemczech. Prognozujemy, że obniżyła się ona do -0,6% r/r w listopadzie z -0,5% r/r w październiku. Nasza prognoza inflacji w strefie euro kształtuje się blisko konsensusu (-0,2%), a tym samym jej materializacja byłaby neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- W tym tygodniu poznamy wyniki badań koniunktury dla chińskiego przetwórstwa.** Opublikowany dzisiaj indeks CFLP PMI zwiększył się w listopadzie do 52,1 pkt. wobec 51,4 pkt. w październiku, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (51,5 pkt.). Z kolei jutro poznamy indeks Caixin PMI, który obniży się naszym zdaniem do 53,4 pkt. w listopadzie wobec 53,6 pkt. w październiku. Słabsze nastroje będą odzwierciedleniem pogorszenia koniunktury u głównych partnerów handlowych Chin z uwagi na drugą falę pandemii COVID-19. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne 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 najprawdopodobniej zwróci uwagę na negatywny wpływ drugiej fali pandemii COVID-19 na warunki makroekonomiczne w Polsce oraz gorszą od oczekiwań NBP realizację dynamiki PKB w III kw. br. Uważamy, że publikacja komunikatu nie spotka się z reakcją rynków finansowych.
- We wtorek poznamy wstępne dane o inflacji w Polsce, która naszym zdaniem nie zmieniła się w listopadzie w porównaniu do października i wyniosła 3,1% r/r.** Na stabilizację inflacji złożyły się niższe tempo wzrostu cen żywności oraz wyższa inflacja bazowa (4,3% r/r w listopadzie wobec 4,2% w październiku). Nasza prognoza inflacji jest zbliżona do konsensusu rynkowego (3,0%), a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla rynków finansowych.
- We wtorek opublikowany zostanie indeks PMI dla polskiego przetwórstwa.** Oczekujemy, że indeks zmniejszył się w listopadzie do 50,0 pkt. wobec 50,8 pkt. w październiku, co będzie spójne z pogorszeniem nastrojów odnotowanym w badaniach koniunktury GUS. Nasza prognoza



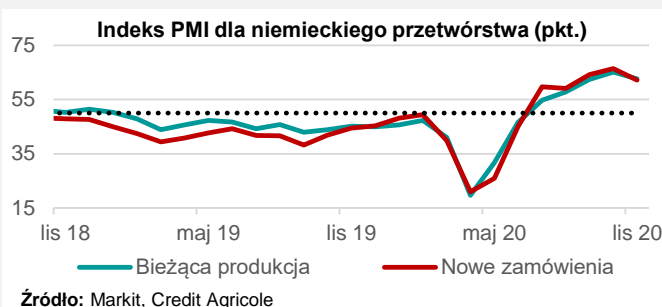
kształtuje się blisko konsensusu rynkowego (50,2 pkt.), stąd jej materializacja byłaby neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W zeszłym tygodniu

➤ **Sprzedaż detaliczna w Polsce zmniejszyła się w październiku w cenach bieżących o 2,1% r/r wobec wzrostu o 2,7% we wrześniu.** Dynamika sprzedaży liczonej w cenach stałych zmniejszyła się w październiku do -2,3% r/r wobec 2,5% we wrześniu. W kierunku zmniejszenia dynamiki sprzedaży pomiędzy wrześniem a październikiem oddziaływał efekt statystyczny w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Struktura danych o sprzedaży detalicznej wskazuje, że do jej obniżenia przyczyniła się druga fala pandemii COVID-19. Z jednej strony gospodarstwa domowe oddolnie ograniczały swoją aktywność zakupową z uwagi na obawy przed zarażeniem się. Z drugiej strony rząd wprowadził w październiku kolejne obostrzenia, co miało negatywny wpływ na obroty w handlu detalicznym (por. MAKROpuls z 23.11.2020). Oczekujemy, że ze względu na niekorzystny rozwój pandemii w Polsce i decyzję rządu nakazującą zamknięcie sklepów w galeriach handlowych od 7 listopada, w listopadzie zaobserwujemy pogłębienie spadku sprzedaży detalicznej. Decyzja rządu o otwarciu galerii handlowych od 28 listopada będzie natomiast czynnikiem wspierającym sprzedaż detaliczną w grudniu br. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki dostrzegamy lekkie ryzyko w dół dla naszej prognozy konsumpcji w IV kw. br. (-3,6% r/r wobec 1,0% w III kw.).

➤ **Produkcja budowlano-montażowa w Polsce zmniejszyła się w październiku o -5,9% r/r wobec spadku o 9,8% we wrześniu.** Wzrost dynamiki produkcji pomiędzy wrześniem a październikiem nastąpił mimo oddziaływania efektu statystycznego w postaci niekorzystnej różnicy w liczbie dni roboczych. Wspieraniem dla rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej był natomiast efekt niskiej bazy sprzed roku. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 1,8% pomiędzy wrześniem a październikiem br. Oznacza to, że jej odsezonowany poziom był w październiku około 14,4% niższy niż w lutym, czyli przed wybuchem pandemii. Spadek produkcji budowlano-montażowej w październiku odnotowano we wszystkich jej działach: „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”, „budowa budynków” oraz „roboty budowlane specjalistyczne, co wskazuje na szeroki zakres spadku aktywności w budownictwie. Niemniej wolniejszy spadek produkcji w kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej”, może wskazywać na oznaki ożywienia w inwestycjach publicznych (por. MAKROpuls z 23.11.2020). Podtrzymujemy nasz scenariusz, zgodnie z którym aktywność w budownictwie pozostanie na obniżonym poziomie w najbliższych miesiącach. Oczekujemy, że w IV kw. br. i I kw. 2021 r. czynnikiem ograniczającym produkcję budowlano-montażową będzie druga fala pandemii COVID-19, oddziałująca w kierunku dalszego pogorszenia klimatu inwestycyjnego i obniżenia inwestycji przedsiębiorstw.

➤ **Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro obniżył się w listopadzie do 45,1 pkt. wobec 50,0 pkt. w październiku, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (46,1 pkt.) oraz powyżej naszej prognozy (42,3 pkt.).** Zmniejszenie



zagregowanego indeksu PMI wynikało ze spadku składowej zarówno dla aktywności biznesowej w usługach, jak i składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. Warto przy tym zauważyć, że składowa dla aktywności biznesowej w usługach od trzech miesięcy pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności i kształtuje się na najniższym poziomie od

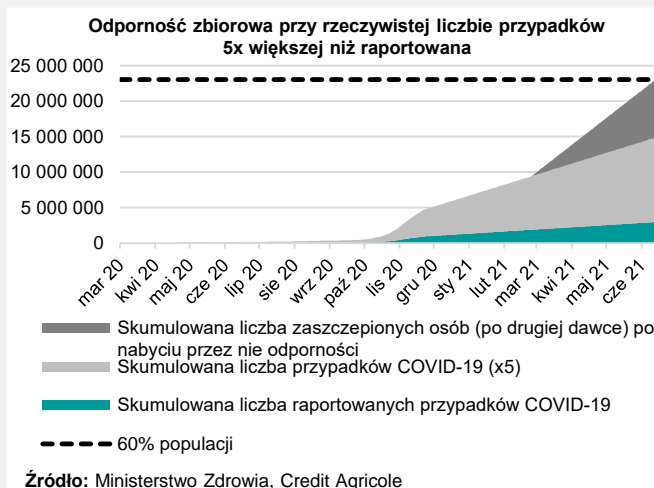
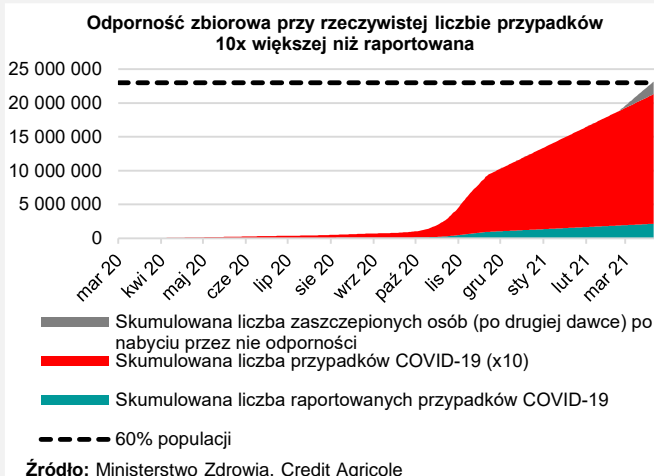
maja br. Zgodnie z komunikatem pogorszenie sytuacji w sektorze usług wynikało z licznych restrykcji administracyjnych wprowadzonych przez poszczególne kraje strefy euro w reakcji na szybko rosnącą liczbę przypadków koronawirusa. Choć tempo wzrostu aktywności w przetwórstwie obniżyło się w listopadzie to pozostaje ono na relatywnie wysokim poziomie. Wskazuje, to na relatywnie wysoką odporność sektora przetwórczego na drugą falę pandemii. Wsparcie dla takiej oceny stanowi wzrost składowej dla oczekiwanej produkcji za 12 miesięcy po jej przejściowym spadku w październiku, która kształtuje się obecnie wyraźnie powyżej granicy 50 pkt. Należy jednak pamiętać, że 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. Spadek indeksów PMI miał szeroki zakres geograficzny i został odnotowany w Niemczech, we Francji oraz w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Z punktu widzenia polskiego eksportu na szczególną uwagę zasługuje nieznaczny spadek niemieckiego indeksu PMI dla przetwórstwa do 57,9 pkt. w listopadzie wobec 58,2 pkt. w październiku. Wynikał on z niższych wkładów składowych dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i zapasów, podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia oraz czasu dostaw. Zgodnie z komunikatem istotnym źródłem utrzymującego się wyraźnego ożywienia aktywności w niemieckim przetwórstwie jest silny popyt ze strony Azji. 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%

- **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel i usługi zmniejszył się w listopadzie do 90,7 pkt. wobec 92,5 pkt. w październiku, kształtując się nieznacznie poniżej oczekiwań rynku (90,8 pkt.).** Obniżenie indeksu wynikało ze spadku jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym pogorszenie koniunktury odnotowano w usługach, budownictwie i handlu, podczas gdy sytuacja w przetwórstwie uległa poprawie. Utrzymująca się dobra koniunktura w niemieckim przetwórstwie jest spójna z opublikowanymi w ubiegłym tygodniu wstępnymi indeksami PMI dla Niemiec. 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.
- **Zgodnie z finalnym szacunkiem niemiecki PKB zwiększył się w III kw. o 8,5% kw/kw wobec spadku o 9,8% w II kw. (-3,9% r/r w III kw. wobec -11,3% w II kw.).** W kierunku zwiększenia kwartalnej dynamiki PKB oddziaływały wyższe wkłady spożycia prywatnego (5,6 pp. w III kw. wobec -5,8 pp. w II kw.), eksportu netto (3,9 pp. wobec -2,9 pp.) oraz inwestycji (0,8 pp. wobec -1,5 pp.), podczas gdy przeciwny wpływ miały niższe wkłady zapasów (-2,0 pp. wobec -0,1 pp.) oraz wydatków rządowych (0,2 pp. wobec 0,5 pp.). Tym samym głównym źródłem wzrostu niemieckiego PKB w ujęciu kwartalnym było spożycie prywatne. Prognozujemy, że w IV kw. niemiecki PKB zwiększy się o 1,1% kw/kw. Czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy jest druga fala pandemii COVID-19.
- **W ubiegłym tygodniu opublikowane zostało Minutes z listopadowego posiedzenia FOMC.** Zgodnie z zapisem dyskusji członkowie FOMC dostrzegają liczne czynniki ryzyka dla perspektyw ożywienia gospodarczego w USA. Jednocześnie uważają oni, że prowadzona obecnie polityka pieniężna jest odpowiednia. W treści Minutes na szczególną uwagę zasługują fragmenty dotyczące dyskusji nt. przyszłości programu luzowania ilościowego. Członkowie FOMC rozważają jego modyfikację poprzez zwiększenie skali programu lub zwiększenie udziału papierów o dłuższych terminach zapadalności w strukturze skupowanych aktywów przy zachowaniu niezmienionej skali programu. Członkowie FOMC dyskutowali również nt. sposobu komunikowania planowanych zmian w programie luzowania ilościowego (tzw. *forward guidance*). Treść Minutes jest spójna z naszym scenariuszem, zgodnie z którym stopy

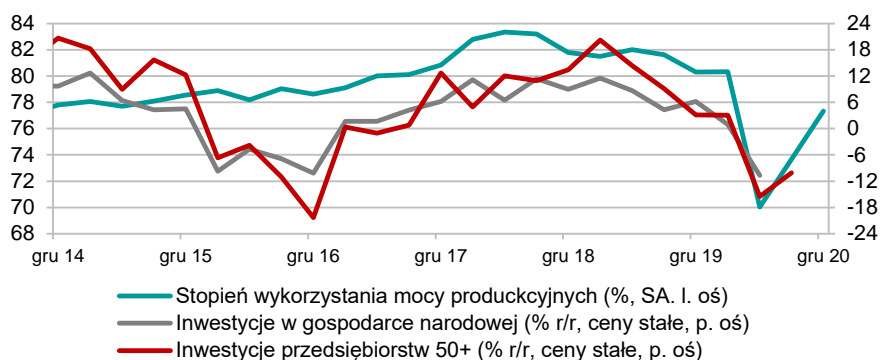
procentowe w USA pozostaną na obecnym poziomie przez dłuższy czas, a FED złagodzi politykę pieniężną najprawdopodobniej poprzez modyfikację parametrów programu luzowania ilościowego. Termin tej decyzji jest jednak obecnie trudny do przewidzenia ze względu na szereg czynników ryzyk, takich jak skala i termin uruchomienia pakietu fiskalnego oraz wpływ pandemii COVID-19 na warunki makroekonomiczne.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zgodnie z drugim szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w III kw. wyniosło 33,1% wobec 33,1% w pierwszym szacunku. Wyższy wkład inwestycji (5,23 pp. w drugim szacunku wobec 4,96 pp. w pierwszym szacunku) został skompensowany przez niższe wkłady eksportu netto (-3,18 pp. wobec -3,09 pp.), wydatków rządowych (-0,76 pp. wobec -0,68 pp.), zapasów (6,55 pp. wobec 6,62 pp.) oraz konsumpcji prywatnej (25,22 pp. wobec 25,27 pp.). Tym samym drugi szacunek potwierdził, że głównym źródłem wzrostu gospodarczego w III kw. była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wstępne dane nt. zamówień na dobra trwałe, które zwiększyły się w październiku o 1,3% m/m wobec wzrostu o 2,1% we wrześniu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (0,9%). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe spadła w październiku do 1,3% wobec 2,1% we wrześniu. Wielkość zamówień na dobra trwałe w USA jest nadal o ok. 2,2% 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 w październiku już o 5,4% 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 zwiększyła się do 778 tys. wobec 748 tys. dwa tygodnie temu, co było powyżej oczekiwań rynku (730 tys.). Na uwagę zasługuje również dalszy spadek liczby kontynuowanych wniosków (z 6,4 mln do 6,1 mln), który wynika w znacznym stopniu z utraty prawa do zasiłku przez osoby długotrwale bezrobotne. Dane potwierdzają tym samym, że wyraźne wyhamowanie poprawy sytuacji na amerykańskim rynku pracy, który znajduje się nadal daleko od stanu równowagi. Nieznaczny spadek odnotowała we wrześniu sprzedaż nowych domów (999 tys. wobec 1002 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 23.11.2020). W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Indeks Conference Board zmniejszył się w listopadzie do 96,1 pkt. wobec 101,4 pkt., kształtując się poniżej oczekiwań rynku (98,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższej wartości jego składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miał wzrost składowej dla oceny bieżącej sytuacji. Zgodnie z raportem, pogorszenie oczekiwań wynikało z obaw respondentów o wpływ drugiej fali pandemii na perspektywę ożywienia gospodarczego. Na pogorszenie koniunktury konsumenckiej wskazał również finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zmniejszył się w listopadzie do 76,9 pkt. wobec 81,8 pkt. w październiku i 77,0 pkt. we wstępnym szacunku. Podobnie jak w przypadku indeksu Conference Board, w listopadzie odnotowano spadek składowej dla oczekiwań, podczas gdy składowa dla oceny bieżącej sytuacji zwiększyła się. Zgodnie z komunikatem pogorszenie oczekiwań konsumentów było związane z wynikiem wyborów prezydenckich w USA oraz z odnotowanym w ostatnich tygodniach silnym wzrostem liczby zakażeń koronawirusem. W przypadku Republikanów oba te czynniki oddziaływały w kierunku pogorszenia nastrojów, podczas gdy w przypadku Demokratów poprawa nastrojów związana ze zwycięstwem J. Bidena została skompensowana wzrostem liczby zakażeń. 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.

▬ **W ubiegłym tygodniu premier M. Morawiecki zapowiedział uruchomienie Tarczy Finansowej PFR (Polskiego Funduszu Rozwoju) 2.0, będącą kolejnym programem wsparcia dla przedsiębiorców dotkniętych ekonomicznymi skutkami pandemii.** Pomoc skierowana będzie do 38 branż, m.in. do branży gastronomicznej, hotelarskiej, turystycznej, kulturalnej, wystawienniczo-kongresowej, fitness, handlowej czy też przewozu pasażerskiego. Struktura branż objętych wsparciem odzwierciedla zatem branże, które najsilniej odczuły ostatnie restrykcje administracyjne mające na celu zahamowanie rozprzestrzeniania się koronawirusa. Wartość środków dostępnych w ramach tarczy wyniesie 35 mld zł, z czego 3 mld zł trafi do mikroprzedsiębiorstw, 7 mld zł do małych i średnich firm, a 25 mld zł do dużych firm. W przypadku mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich firm pomoc będzie miała formę subwencji, podczas gdy duże przedsiębiorstwa otrzymają dostęp do finansowania płynnościowego, pożyczek preferencyjnych oraz instrumentów kapitałowych. W przypadku mikroprzedsiębiorstw wysokość subwencji zależeć będzie od liczby pracowników i spadku obrotów, w przypadku małych i średnich firm uzależniona będzie ona od prognozy kosztów i przychodów oraz straty brutto, z kolei pomoc dla dużych przedsiębiorstw przyznawana będzie na podstawie ich indywidualnej sytuacji finansowej. Jednocześnie małe i średnie firmy będą mogły ubiegać się o umorzenie 100% subwencji z Tarczy 1.0. Szacujemy, że w przedsiębiorstwach objętych wsparciem pracuje ok. 2% pracujących w gospodarce narodowej i odpowiadają one za ok. 0,5% wartości dodanej. Tarcza 2.0 stanowi wsparcie dla naszej prognozy umiarkowanego wzrostu bezrobocia do końca br. (6,7% na koniec IV kw. wobec 6,1% na koniec III kw.). Jednocześnie, zgodnie z zapowiedzią prezesa PFR P. Borysa środki z Tarczy 2.0 mają wystarczyć na przeciwdziałanie negatywnym skutkom również ewentualnej trzeciej fali pandemii. W naszej ocenie odzwierciedla to oczekiwania rządu, że pandemia zacznie wygasać dopiero w II kw. 2021 r. Jest to spójne z naszymi symulacjami, zgodnie z którymi w zależności od przyjętego lewara (lewar stanowi iloraz rzeczywistej liczby osób zakażonych i raportowanej liczby zakażonych) i przy założeniu wysokiego tempa szczepień od lutego br. odporność zbiorowa zostanie osiągnięta pod koniec marca (lewar równy 10) lub pod koniec czerwca (lewar równy 5).



Pandemia uruchomiła zmiany strukturalne w polskiej gospodarce



Źródło: GUS, Credit Agricole

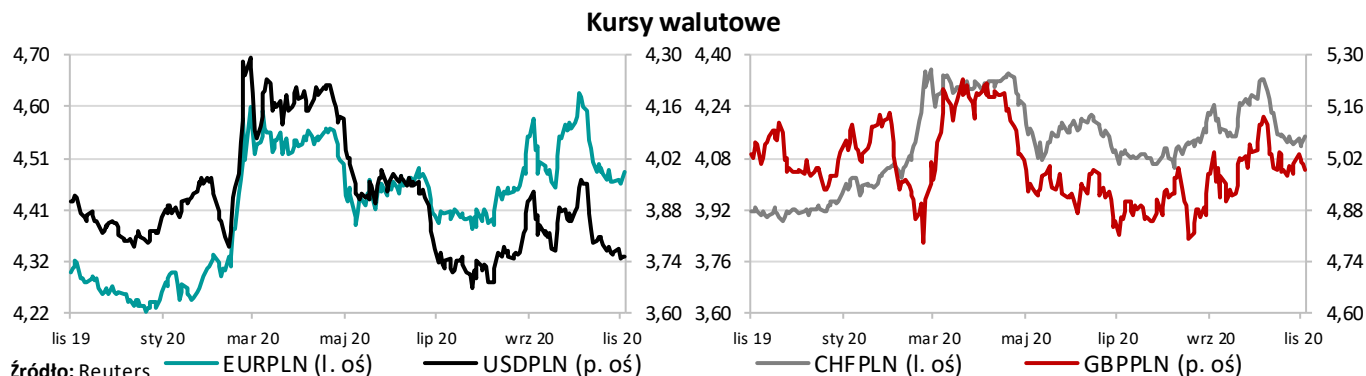
Zgodnie z danymi opublikowanymi przez GUS, nominalne inwestycje przedsiębiorstw zatrudniających co najmniej 50 osób zmniejszyły się w III kw. o 8,0% r/r wobec spadku o 13,6% w II kw. Wzrost dynamiki nakładów na środki trwałe był efektem wyłącznie wyższego wkładu inwestycji w usługach (o 9,4 pkt. proc. pomiędzy II i III kw.) podczas gdy kontrybucje

pozostałych kategorii zmniejszyły się – w przemyśle o 3,6 pkt. proc. i w budownictwie o 0,3 pkt. proc. Na szczególną uwagę zasługuje pogłębienie spadku inwestycji w przetwórstwie przemysłowym (do -17,8% r/r w III kw. wobec -13,7% w II kw.), co było związane z wciąż relatywnie niskim stopniem wykorzystania mocy produkcyjnych oraz niepewnością dotyczącą dalszego przebiegu pandemii. Do wzrostu inwestycji w sektorze usług, które łącznie zwiększyły się o 6,9% r/r w III kw. wobec spadku o 17,1% w II kw., w największym stopniu przyczyniły się kategorie: „obsługa rynku nieruchomości”, „transport i gospodarka magazynowa” oraz „administrowanie i działalność wspierająca”. W tej pierwszej, inwestycje w III kw. wzrosły o 181% w III kw. Taki wzrost nakładów jest niemożliwy do utrzymania, co będzie oddziaływało w kierunku wyraźnego obniżenia dynamiki inwestycji w sektorze usług w kolejnych kwartałach.

Uważamy, że pandemia COVID-19 przyczyni się do trwałych zmian strukturalnych w polskiej gospodarce. Obecnie trudno precyzyjnie ocenić kierunek i skalę tych zmian. Można przypuszczać, że w najbliższych latach w coraz większym stopniu będą realizowane inwestycje ukierunkowane na transformację energetyczną i digitalizację. Takie tendencje będą wspierane przez unijny Fundusz Odbudowy, w ramach którego co najmniej 37% środków musi zostać ulokowane na zieloną transformację, a co najmniej 20% na cyfryzację. Naszym zdaniem digitalizacja będzie oddziaływała w kierunku wyraźnego zwiększenia wydajności pracy, co będzie miało pozytywny wpływ na potencjalne tempo wzrostu gospodarczego. O ile uchwycenie skali inwestycji w cyfryzację z wykorzystaniem danych o nakładach brutto na środki trwałe opublikowanych przez GUS w ubiegłym tygodniu jest niemożliwe, dostrzegamy inną tendencję, która może być odzwierciedleniem wpływu pandemii na model funkcjonowania przedsiębiorstw. W okresie I-III kw. br. inwestycje w kategorii „magazynowanie i działalność usługowa wspierająca transport” rosły w tempie kilkunastu procent rocznie, co może mieć związek z rozbudową powierzchni magazynowych. Taka tendencja odpowiadałaby dynamicznemu rozwojowi branży e-commerce przed i w trakcie pandemii i sygnalizowałaby rosnącą skłonność przedsiębiorstw do zwiększenia poziomu zapasów na wypadek ponownego zerwania łańcuchów dostaw.

Dane o inwestycjach firm zatrudniających co najmniej 50+ w III kw. są lepsze niż oczekiwaliśmy – odnotowano ich wolniejszy spadek. Zwiększyły się one jednak tylko w sektorze usług, co nie jest optymistycznym sygnałem. Dodatkowo, na razie nie posiadamy informacji o inwestycjach w mniejszych firmach, które mogły kształtować się mniej korzystnie niż nakłady w dużych firmach. Prognozujemy, że w całym 2020 r. inwestycje ogółem zmniejszą się o 12,2% r/r chociaż dostrzegamy lekkie ryzyko dla tej prognozy. Dzisiaj opublikowane zostaną dane o nakładach brutto na środki trwałe w całej gospodarce w III kw., co pozwoli precyzyjniej ocenić tendencje w zakresie kształtowania się inwestycji w kolejnych kwartałach.

Nastroje globalne kluczowe dla złotego



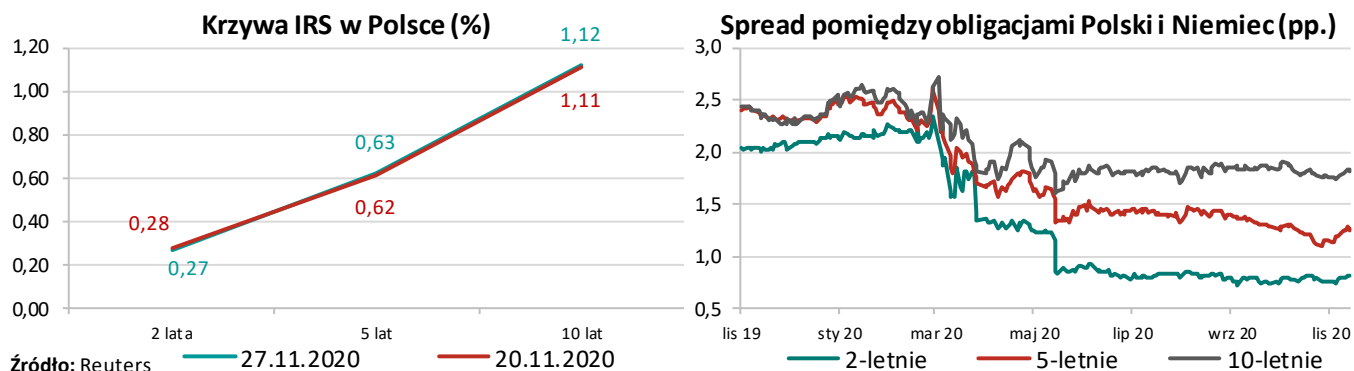
W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,4828 (osłabienie złotego o 0,4%). W pierwszej części tygodnia kurs EURPLN był relatywnie stabilny i oscylował na poziomie 4,47. W czwartek i w piątek obserwowane było osłabienie złotego, czemu sprzyjał wzrost premii za ryzyko związany z zapowiedzianym przez Polskę i Węgry wetem unijnego budżetu w sytuacji gdy zostanie w nim wprowadzony tzw. system warunkowości (uzależnienie wypłat środków unijnych od spełnienia warunku praworządności (por. MAKROmapa z 23.11.2020)).

Kursu EURUSD przez cały ubiegły tydzień kształtował się w wyraźnym trendzie wzrostowym, co było kontynuacją tendencji obserwowanych w poprzednich tygodniach. Osłabieniu dolara sprzyja wzrost popytu na ryzykowne aktywa będący efektem poprawy nastrojów na rynkach wraz ze przybliżającą się perspektywą rozpoczęcia masowych szczepień na COVID-19 w USA i krajach UE. W konsekwencji, 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. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych z Polski (finalny szacunek PKB, wstępna inflacja, indeks PMI dla przetwórstwa) nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs złotego. Uważamy, że neutralne dla rynku walutowego będzie = również posiedzenie RPP. Bez istotnego wpływu na kurs złotego będą w naszej ocenie także dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeksy ISM), strefy euro (wstępne dane o inflacji) oraz Chin (indeks Caixin PMI).



Wstępne dane o krajowej inflacji neutralne dla stawek IRS



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 0,27 (spadek o 1pb), 5-letnie zwiększyły się do 0,63 (wzrost o 1pb), a 10-letnie do 1,12 (wzrost o 1pb). W ubiegłym tygodniu doszło do przejściowego wzrostu stawek IRS na środkowym odcinku i długim końcu krzywej dochodowości. Miał on w znacznym stopniu charakter transakcyjny, co wynikało z utrzymującej się niskiej płynności na rynku. W ubiegłym tygodniu odbyła się aukcja zamiany długu, na której Ministerstwo Finansów odkupiło obligacje zapadające w 2021 r. za 3,70 mld EUR i sprzedało obligacje o 2-, 5-, 6-, 10 i 11-letnich terminach zapadalności za 3,75 mld PLN. W zeszłym tygodniu miała miejsce również aukcja BGK, na której sprzedane zostały obligacje na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 o 10- i 20- letnich terminach zapadalności za 5,03 mld PLN przy popycie równym 5,93 mld PLN. Aukcje nie miały istotnego wpływu na rynek.

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 dane z Polski (finalny szacunek PKB, wstępna inflacja, indeks PMI dla przetwórstwa). Uważamy, że nie będą miały one istotnego wpływu na krzywą. Neutralne dla rynków będzie naszym zdaniem również posiedzenie RPP. Ograniczony wpływ na krzywą będą miały w naszej ocenie także dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeksy ISM) oraz strefy euro (wstępne dane o inflacji).

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 | 4,48 |
| 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 | 3,75 |
| 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 | 4,15 |
| 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 | 5,7 | 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 | -1,4 | -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 | -2,1 | |
| 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 | |
| Saldo ROB (mln 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 | 6,7 | 6,7 | 5,6 | 5,1 | 5,6 | 5,2 | 6,7 | 5,6 | |
| Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r) | 0,7 | -1,8 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 1,8 | 0,5 | 0,5 | 0,3 | -0,2 | 0,7 | |
| Wynagrodzenia w GN (% r/r) | 7,7 | 3,8 | 4,8 | 4,0 | 2,8 | 3,3 | 3,0 | 3,1 | 7,2 | 5,1 | 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 30.11.2020 r. | | | | | | |
| 2:00 | Chiny | Indeks PMI dla przemysłu wg CFLP (pkt.) | Listopad | 51,4 | 51,5 | 51,5 |
| 10:00 | Polska | Finalny PKB (% r/r) | III kw. | -8,4 | -1,6 | -1,6 |
| 14:00 | Niemcy | Wstępna inflacja HICP (% r/r) | Listopad | -0,5 | -0,6 | -0,5 |
| 15:45 | USA | Indeks Chicago PMI (pkt.) | Listopad | 61,1 | | 59,0 |
| Wtorek 01.12.2020 r. | | | | | | |
| 2:45 | Chiny | Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Listopad | 53,6 | 53,4 | 53,5 |
| 9:00 | Polska | Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Listopad | 50,8 | 50,0 | 50,2 |
| 9:55 | Niemcy | Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Listopad | 57,9 | 57,9 | 57,9 |
| 10:00 | Polska | Inflacja CPI (% r/r) | Listopad | 3,1 | 3,1 | 3,0 |
| 10:00 | Strefa euro | Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Listopad | 53,6 | 53,6 | 53,6 |
| 11:00 | Strefa euro | Wstępna inflacja HICP (% r/r) | Listopad | -0,3 | -0,3 | -0,2 |
| 15:45 | USA | Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.) | Listopad | 56,7 | | |
| 16:00 | USA | Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.) | Listopad | 59,3 | 57,5 | 57,9 |
| Środa 02.12.2020 r. | | | | | | |
| | Polska | Decyzja o stopach procentowych NBP (%) | Grudzień | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| 14:15 | USA | Raport ADP o liczbie pracujących (tys.) | Listopad | 365 | | 400 |
| Czwartek 03.12.2020 r. | | | | | | |
| 10:00 | Strefa euro | Indeks PMI dla usług (pkt.) | Listopad | 41,3 | 41,3 | 41,3 |
| 10:00 | Strefa euro | Finalny indeks Composite PMI | Listopad | 45,1 | 45,1 | 45,1 |
| 14:30 | USA | Liczba nowych bezrobotnych (tys.) | o/tydzień | 778 | | 765 |
| 16:00 | USA | Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.) | Listopad | 56,6 | 55,6 | 56,0 |
| Piątek 04.12.2020 r. | | | | | | |
| 8:00 | Niemcy | Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m) | Październik | 0,5 | | 1,5 |
| 14:00 | Polska | Minutes z posiedzenia RPP | Grudzień | | | |
| 14:30 | USA | Stopa bezrobocia (%) | Listopad | 6,9 | 6,7 | 6,8 |
| 14:30 | USA | Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m) | Listopad | 638 | 450 | 500 |
| 16:00 | USA | Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m) | Październik | 1,1 | 1,0 | 0,8 |

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters