



poniedziałek, 16 listopada 2020

## Roczne PKB na solidnym minusie

PKB w III kwartale 2020 roku spadł o 1,6 proc. rdr wobec spadku o 8,4 proc. rdr w II kw. 2020 r. po korekcie. W ujęciu kdk PKB w III kw. wzrósł o 7,7 proc. Odczyt był bliski medianie rynkowej. W pierwszym odczycie GUS nie prezentuje struktury PKB. Oczekujemy odbicia konsumpcji po załamaniu w II kwartale. Jej roczne tempo wzrostu pozostanie jednak ujemne. Najwięcej naszych obaw budzą inwestycje oraz zapasy, w wypadku których spodziewamy się najgłębszych spadków. Natomiast oczekujemy dobrego wyniku kontrybucji wymiany handlowej. Wskazują na to piątkowe dane o saldzie na rachunku obrotów bieżących (CA). We wrześniu została osiągnięta nadwyżka CA w wysokości 1,1 mld euro. W strukturze danych wyróżniał się wysoki bilans wymiany towarowej (1,2 mld euro) z solidnymi poziomami dynamik eksportu (4,6% rdr) i importu (1,5% rdr). Wciąż jednak skala wymiany usług pozostaje daleko od stanu notowanego przed pandemią koronawirusa. Biorąc pod uwagę sytuację epidemiczną w kraju jest przesądzone, że kolejny kwartał przyniesie ponowne ograniczenie aktywności gospodarczej. Skala osłabienia wzrostu będzie uzależnione od poziomu restrykcji (istnieje ryzyko narodowego lockdownu). Obecnie zakładamy, że spadek PKB w IV kwartale będzie sięgać około 4% r/r. W konsekwencji w całym 2020 roku PKB zmniejszy się o około 3%.

## Wzrost spreadu UST do bunda

W piątek na giełdach utrzymywały się dobre nastroje. Optymizm wciąż poprawiły informacje dotyczące koronawirusowej szczepionki. Wypychały one w górę krzywą UST. Skala zmian nie była jednak duża (1-2 pb.). Na zamknięciu rentowności UST wynosiły 0,18%(2Y), 0,90%(10Y) oraz 1,65%(30Y). Na te impulsy odporna była krzywa bundowa, co łączy z wciąż wysokimi przyrostami koronawirusowych zakażeń na Starym Kontynencie, skutkującymi wprowadzaniem nowych restrykcji w kolejnych krajach (np. lockdown w Austrii). Rentowności niemieckich obligacji na środku i długim końcu krzywej kończyły dzień na poziomach o 1-2 pb. niższych, niż w czwartek, czyli -0,73%(2Y), -0,55%(10Y) oraz -0,13% (30Y). Tłem dla zmian krzywej UST były mieszane dane makro z USA. Słabszy od prognoz okazał się odczyt indeksu Michigan, natomiast lepiej od oczekiwań kształtował się odczyt indeksu PPI. Neutralnie przyjęte zostały dzisiejsze dane z Chin (mocniejsze z przemysłu i słabsze o sprzedaży detalicznej).

Uważamy, że szczepionkowy optymizm jest już w znacznym stopniu wliczony w ceny obligacji na rynkach bazowych. W efekcie w bieżącym tygodniu rentowności mogą oddawać ubiegłotygodniowe wzrosty. Korespondować z tym mogą sygnały ze strony przedstawicieli Rezerwy Federalnej oraz EBC. Dzisiaj wypowiedać się będą Ch. Lagard Y. Mersch z EBC oraz R. Clarida i M. Daly z Fed. Zakładamy utrzymanie gołębiej retoryki. Poza wystąpieniami bankierów centralnych poniedziałkowy kalendarz nie zawiera pozycji, które mogłyby być impulsami dla zmian rynkowych.

## SPW w ślad za bundami, przy zawężeniu marż ASW

W piątek polskie obligacje podążały za niemieckimi bundami. Krzywa rentowności SPW obniżyła się o 1-3 pb. na środku i długim końcu, czyli do 0,02%(2Y), 0,42%(5Y) oraz 1,20%(10Y). Towarzyszyło temu zawężenie marż ASW. W górę przesunęły się kwotowania kontraktów IRS w segmencie do 5Y. Neutralnie przyjmowane były krajowe dane o PKB, CA i CPI. Można dodać, że GUS podniósł poziom październikowej inflacji do 3,1% z 3,0% w pierwszym odczycie. Dziś NBP poda wartość inflacji bazowej. Szacujemy, że jej poziom będzie wynosić 4,2-4,3% rdr. Nastroje będą nadal determinowane przez impulsy z rynków bazowych. Oczekujemy, że będą one sprzyjać cenom polskich obligacji nie tylko w dzisiaj, lecz w perspektywie całego tygodnia.

## Konsolidacja EURUSD?

W piątek dobre nastroje na giełdach były impulsem do wzrostów EURUSD. Para ta podniosła się do 1,1860 dziś rano, z 1,1800. Uważamy, że niewiele jest przestrzeni

Fixing NBP		Zmiana
EUR	4,5063	0,43%
USD	3,8168	1,01%
CHF	4,1669	-0,73%
GBP	5,0567	1,95%
JPY (100)	3,6237	-0,53%

Waluty Bazowe		Zmiana
EURUSD	1,1834	0,24%
EURJPY	123,82	-0,25%
EURGBP	0,8971	-0,33%
EURCHF	1,0801	-0,04%
USDJPY	104,64	-0,48%

Waluty Regionu		Zmiana
CZKPLN	0,1695	0,18%
HUFPLN	1,2578	-0,60%
PLNRON	1,0860	0,12%

Rynki długu		Zmiana
Polska WS0922	0,03	-0,003
Polska DS0725	0,42	-0,010
Polska DS1030	1,21	-0,027
Niemcy 10L	-0,55	-0,013
Francja 10L	-0,31	-0,018
USA 10L	0,90	0,015

Stopy banków centralnych	stopa bieżąca	zmiana
Polska	0,10	29 maj 20
Niemcy	0,00	16 mar 16
USA	0-0,25	16 mar 20

WIBOR	%	Zmiana
O/N	0,09	-0,01
1M	0,20	-
3M	0,22	-
6M	0,25	-

Rynki kapitałowe		Zmiana
WIG	50636,3	-1,16%
FTSE 100	6316,4	-0,36%
DAX	13076,7	0,18%
DJI	29479,8	1,37%
TOPIX	1703,2	-1,33%
Szanghaj	3310,1	-0,86%

*Notowania z końca ostatniego dnia roboczego, zmiana w stosunku do poprzedniego notowania (dla stóp banków centralnych - od ostatniego posiedzenia).*

*Źródła informacji: Bloomberg, Thomson Reuters, PAP, GUS, NBP, NYMEX, GPW*



do dalszej aprecjacji wspólnej waluty względem dolara. Drogę do mocniejszego euro blokować mogą doniesienia dotyczące koronawirusa w Europie oraz związanych z tym restrykcji epidemicznych. Gołębie wypowiedzi przedstawicieli Fed oraz EBC mogą się wzajemnie neutralizować.

## EURPLN blisko 4,48

W piątek w trakcie sesji europejskiej EURPLN oscylował w przedziale 4,485-4,50. Krajowe dane makro nie miały

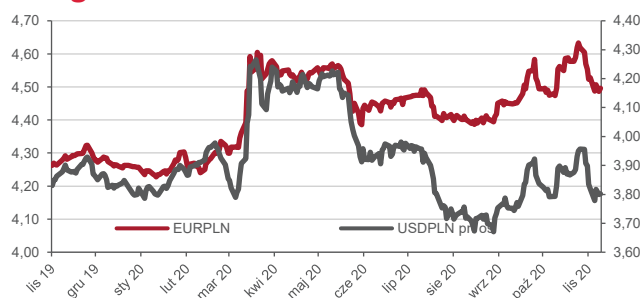
większego przełożenia na wahania eurozłotego. Wieczorem przy dobrych nastrojach na giełdach w USA EURPLN zszedł w okolice 4,48 i blisko tego poziomu pozostaje dzisiaj rano.

Przy utrzymującym się optymizmie na giełdach złoty może się jeszcze umocnić. Wiele przy tym zależeć będzie od tempa przyrostu koronawirusowych zakażeń. Jego spadek może zwiększyć aprecjacyjny potencjał złotego.

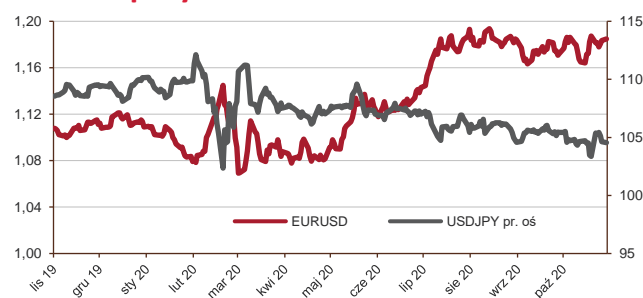
## Kalendarz publikacji danych makroekonomicznych

Data	Godz	Kraj	Publikacja	Okres	Jednostka	Prognoza	Konsensus	Poprzednio
16.11.2020	14:00	PL	Inflacja bazowa netto	paz	%	4,2	4,2	4,3
16.11.2020	14:30	US	Indeks FED Empire State	lis	-	-	13,5	10,5
17.11.2020	14:30	US	Sprzedaż detaliczna m/m	paz	%	-	0,5	1,9
17.11.2020	15:15	US	Wykorzystanie mocy wytwórczych	paz	%	-	72,2	71,5
17.11.2020	15:15	US	Produkcja przemysłowa, m/m	paz	%	-	1	-0,6
17.11.2020	16:00	US	Zapasy w biznesie	wrz	%	-	0,5	0,3
17.11.2020	16:00	US	Indeks rynku nieruchomości NAHB	lis	-	-	85	85
18.11.2020	11:00	EU	Inflacja, ostateczne dane, r/r	paz	%	-	-0,3	-0,3
18.11.2020	14:30	US	Pozwolenia na budowę	paz	Mln	-	1,56	1545
18.11.2020	14:30	US	Rozpoczęte budowy domów	paz	Mln	-	1,46	1415

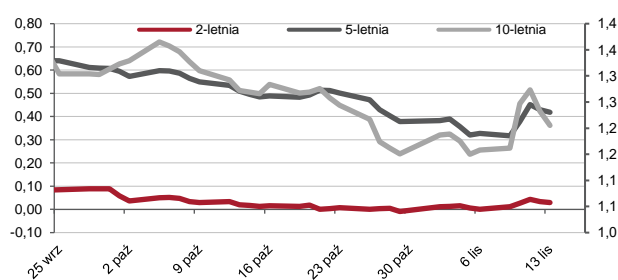
### Fixing NBP



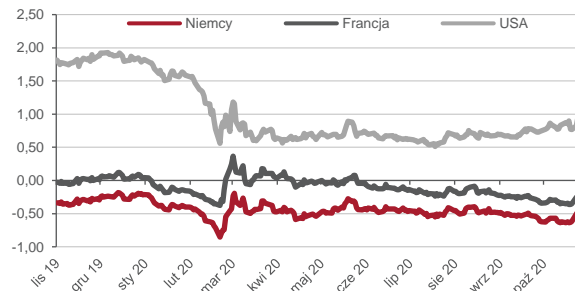
### Bazowe pary walutowe



### Rentowności obligacji polskich

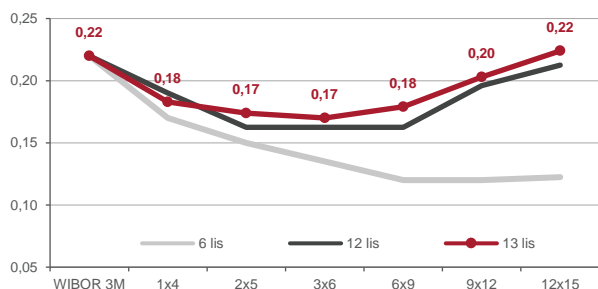


### Rentowności obligacji 10-letnich

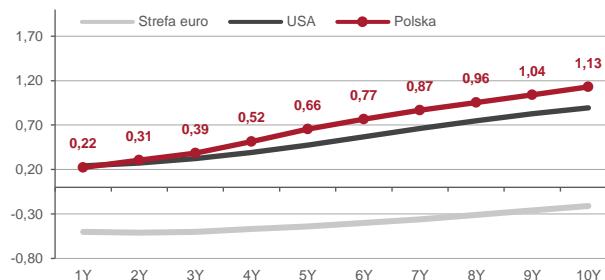




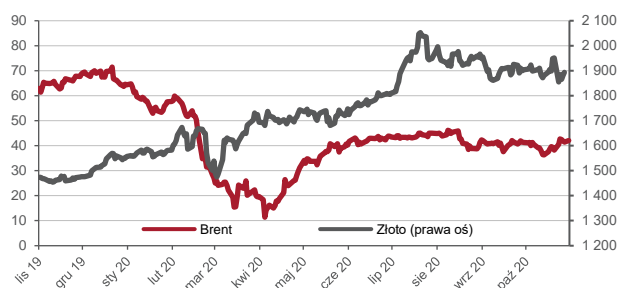
## Krzywa FRA



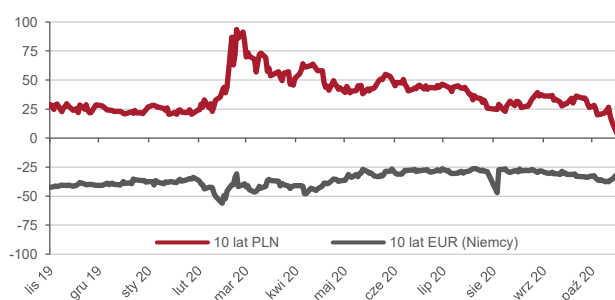
## Krzywa IRS



## Surowce



## Marże ASW



### Współpraca z klientami (dealerzy korporacyjni)

Aleksandra Szafrńska, tel. (+48 22) 475-30-18  
Przemysław Domanowski, tel. (+48 22) 475-30-93  
Piotr Pryczek, tel. (+48 22) 475-30-08  
Michał Kudosz, tel. (+48 22) 475-30-71  
Paweł Piłat, tel. (+48 22) 475-30-20  
Marcin Piętkowski, tel. (+48 22) 475-30-09

### Organizacja Emisji

Robert Zima, tel. (+48 22) 475-89-50  
Mariusz Makowski, tel. (+48 22) 475-60-12  
Konrad Gmurkowski, tel. (+48 22) 475-60-11

### Instytucje Finansowe

Joanna Wróbel, tel. (+48 22) 475-85-63  
Anna Rywacka, tel. (+48 22) 475-93-66  
Iwona Burzyńska-Trzonek, tel. (+48 22) 475-85-60

### Regionalni Eksperti ds. Produktów Skarbowych

Grzegorz Giebułtowski – Region Gdańsk, Olsztyn, tel. (+48 22) 475-66-31  
Tomasz Dziedzic – Region Kraków, Katowice, Kielce, Rzeszów, tel. (+48 22) 475-66-32  
Katarzyna Jasińska – Region Warszawa, Łódź, tel. (+48 22) 475-66-35  
Filip Kalinowski – Region Poznań, Szczecin, Toruń, tel. (+48 22) 475-66-34  
Hanna Nowak – Region Wrocław, Opole, Zielona Góra, tel. (+48 22) 475-66-33  
Małgorzata Wojtkowiak – Region Warszawa, Lublin, Białystok, tel. (+48 22) 475-66-36

### Biuro Badań i Analiz

Mateusz Walewski – Dyrektor Biura, tel. (+48 22) 596-59-13  
Piotr Dmitrowski – Menedżer ds. analiz, tel. (+48 22) 522-92-17  
Konrad Soszyński – Menedżer ds. analiz, tel. (+48 22) 599-84-64  
Agnieszka Kowalczyk – Menedżer ds. ewaluacji, tel. (+48 22) 596-59-13  
Rafał Boguszewski – Ekspert ds. ewaluacji, tel. (+48 22) 599-82-44  
Maciej Rozkrut – Ekspert ds. analiz sektorowych, tel. (+48 22) 599-84-61  
Oliwia Samołyk – Ekspert ds. analiz rynków  
Adam Piłat – Menedżer ds. analiz rynków  
Paweł Ropiak – Specjalista ds. analiz, tel. (+48 22) 475-84-62



## Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) stanowi „publikację handlową” w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (dalej: „Rozporządzenie 565”). Publikacja nie została przygotowana zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych ani nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsza Publikacja nie stanowi (a) badań inwestycyjnych w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia 565; bądź (b) doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt. 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi; bądź (c) usługi badawczej w rozumieniu § 2 pkt 22 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 30 maja 2018 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, bądź (d) zachęty do nabywania, zbywania, działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji; bądź (e) porady inwestycyjnej, podatkowej, prawnej, lub innego typu; bądź (f) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nią objęte; bądź (g) oferty w rozumieniu kodeksu cywilnego.

Publikacja jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej.

Niniejsza Publikacja wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na moment jej sporządzenia i mogą ulegać zmianie. Autorzy nie uwzględniają w Publikacji jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów Publikacji. Zawarte w Publikacji opinie autorów zostały sporządzone przez nich w sposób samodzielny. Publikacja została sporządzona z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w momencie jej sporządzenia lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Banku aktualnych na moment jej sporządzenia i nie będzie podlegała aktualizacji. Bank nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych.

Bank nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszej Publikacji ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Publikacja nie może być traktowana jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jej podstawie lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

Brak jest powiązań oraz okoliczności, które mogłyby mieć negatywny wpływ na obiektywność Publikacji. Polityka przeciwdziałania konfliktom interesów w ramach świadczenia Usług Inwestycyjnych lub Usług Dodatkowych przez Bank zawiera opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów.

Niniejsza Publikacja jest prawnie chroniona zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszej Publikacji, w całości lub w części, lub wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Banku jest zabronione.

Ewentualne oceny formułowane w Publikacji zostały dokonane po zastosowaniu kombinacji metod, w szczególności analizy fundamentalnej, porównawczej, rynkowej i technicznej. Analiza fundamentalna zmierza do określenia przyszłych parametrów rynkowych bazując na obiektywnych czynnikach. Wynikom analizy fundamentalnej towarzyszy ryzyko, że zmiany rynkowe bywają determinowane również przez niefundamentalne czynniki. Analiza porównawcza polega na porównywaniu wycen rynkowych aktywów o podobnych charakterystykach w celu zidentyfikowania bezwzględnej i względnej przewartościowania lub niedowartościowania. Analiza porównawcza niesie ryzyko związane z wyciąganiem błędnych wniosków przy porównywaniu nietożsamyh aktywów. Analiza rynkowa jest zorientowana na przewidywaniu zmian popytu i podaży na dane aktywo. Bazuje ona jednak na częściowej wiedzy rynkowej oraz często opóźnionych danych, co przekłada się na ryzyko dla formułowanych wniosków. Analiza techniczna polega na badaniu wykresów obrazujących historyczne kształtowanie się cen i innych parametrów rynkowych w celu określenia, w jaki sposób ukształtują się one w przyszłości. Niesie ona jednak ryzyko wynikające z tego, że zjawiska z przeszłości nie muszą się powtórzyć w przyszłości.

Bank Gospodarstwa Krajowego z siedzibą w Warszawie, Al. Jerozolimskie 7, 00-955 Warszawa; Infolinia: 801 598 888, +48 22 599 8888 Faks: +48 22 627 03 78 e-mail: bgk@bgk.pl

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Banku jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.