

CitiWeekly

Cena złota a inflacja

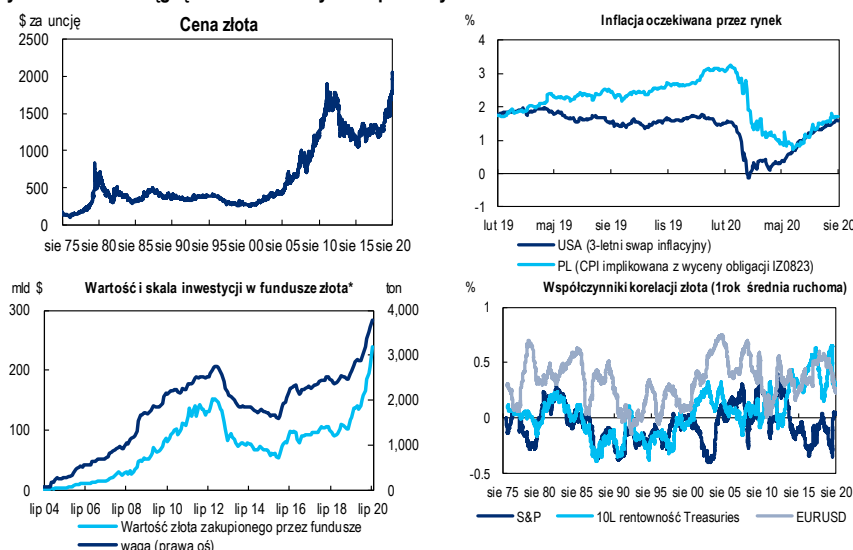
- Cena złota osiągnęła rekordowy poziom ok. 2070 \$ za uncję i choć koniec ubiegłego tygodnia przyniósł korektę, to zdaniem analityków Citi zajmujących się rynkiem surowców, może ona jeszcze wzrosnąć do 2100\$ w tym kwartale, a w ciągu 12 miesięcy nawet do 2300\$.
- Jednymi z najczęściej wymienianych przez uczestników rynku przyczyn wzrostu cen złota są obawy o wzrost inflacji w obliczu znacznego łagodzenia polityki pieniężnej i fiskalnej, oraz spadek realnych stóp procentowych. W tym kontekście warto podkreślić, że złoto historycznie było uważane jako dobre zabezpieczenie przed inflacją. Jednak podobnie jak w latach globalnego kryzysu finansowego w latach 2008-2009 nie doszło do wzrostu inflacji mimo wzrostu sumy bilansowej Fed i EBC, tak i obecnie sądzimy, że obawy o wzrost inflacji wynikające z działań banków centralnych mogą być przesadzone. Sądzimy, że załamanie gospodarcze będzie prowadzić poprzez kanał popytowy do niższej inflacji, a koszty epidemiczne dla wielu branż mogą jedynie nieco wyhamować ten proces. W rzeczywistości rynek finansowy nie obawia się inflacji, co jest odzwierciedlone w wycenie obligacji indeksowanych inflacją. W Polsce, według wyceny obligacji IZ0823 oczekiwana inflacja do sierpnia 2023 r. kształtuje się na poziomie 1,8%, poniżej naszych oczekiwań 2,4% oraz poniżej obecnego poziomu (3,1% w lipcu). Podobnie sytuacja wygląda w strefie euro i USA, gdzie oczekiwania rynkowe są poniżej prognoz inflacji Citi.
- Choć nie oczekujemy wzrostu inflacji to sądzimy, że obecny impet rynku wzmacniany przez czynniki behawioralne, w tym obawy gospodarstw domowych, może przyczyniać się do dalszego napływu środków do funduszy inwestujących w złoto. Wsparciem dla cen złota może być fakt, że długoterminowe historycznie stopy zwrotu na rynku złota są ujemnie skorelowane z rynkiem akcji i mogą podwyższać (skorygowane o ryzyko) stopy zwrotu portfeli inwestycyjnych. Złoto może być również przez część inwestorów traktowane jako sposób zabezpieczenia ryzyka kursowego. Argumentem wspierającym ceny złota jest osłabienie dolara trwające od połowy lipca, które może być kontynuowane także w kolejnych miesiącach. Choć nie sądzimy, aby status dolara jako głównej waluty rezerwowej się osłabił to jednak w ostatnich latach banki centralne w większym stopniu niż przed dekadą dywersyfikowały rezerwy walutowe kupując złoto (w tym NBP).

Tabela 1. Prognozy rynkowe.

	€/zł	\$/zł	£/zł	€/£	NBP	EBCdepo	10L Bund	10L Treasuries
III KW 20	4,44	3,76	4,93	1,18	0,10	-0,50	-0,40	0,89
III KW 21	4,36	3,54	4,79	1,23	0,10	-0,50	-0,20	1,25

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy FX z dnia 5.08. pozostałe prognozy z 22.07.2020 r.

Wykres 1. Złoto osiągnęło rekordowo wysokie poziomy



Źródło: Reuters, World Gold Council, Citi Handlowy, *fizyczne złoto kupione przez fundusze ETF, zamknięte i otwarte wg WGC

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

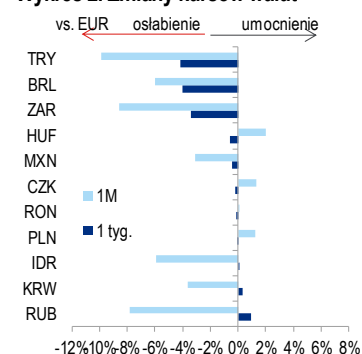
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

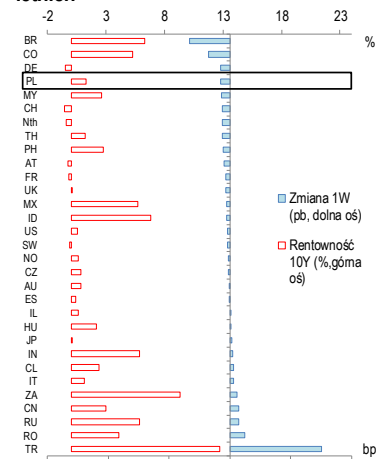
Wykres 2. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 7.08.2020 r.

Źródło: Reuters.

Wykres 3. Rentowności obligacji 10-letnich



Według stanu na dzień 7.08.2020 r.

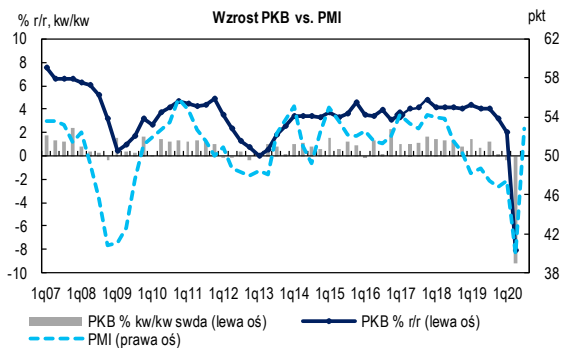
Źródło: Reuters.

Spis treści

	Nr str.
- Podsumowanie	1
- Tydzień w wykresach	2
- Kalendarz publikacji	3
- Tabela z prognozami	4

Tydzień w wykresach

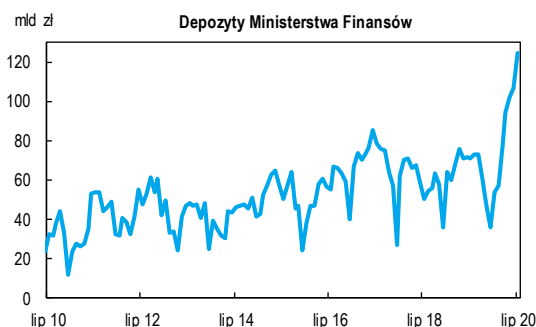
Wykres 4. PKB prawdopodobnie obniżył się o ok. 8% r/r w II kw.



- Według naszych oczekiwań PKB obniżył się w II kwartale o 8,1% r/r (9,2% kw/kw sa). Aktywność gospodarcza osiągnęła dołek w kwietniu w trakcie obowiązywania najdotkliwszych ograniczeń mobilności, a w maju i czerwcu stopniowo rosła, co potwierdzały poprawiające się dane o produkcji i sprzedaży. Opublikowane dotychczas dane GUS nie obejmują sektora usług, dla którego znamy jedynie miękkie wskaźniki koniunktury, a które sygnalizują głębsze spowolnienie niż w przypadku przemysłu czy handlu.
- Prognozujemy spadek konsumpcji prywatnej o 9,6% r/r i inwestycji o 20,9% r/r. Jednak GUS opublikuje w tym tygodniu jedynie wstępny szacunek, a pełne rozbieżności danych poznamy pod koniec sierpnia. Oczekujemy, że w II połowie roku aktywność wzrośnie, a spadek PKB wyhamuje do ok. -4,5% r/r. Zakładamy przy tym, że PKB powróci do poziomu sprzed pandemii dopiero w II poł. 2021 r.

Źródło: GUS, Markit, Citi Handlowy

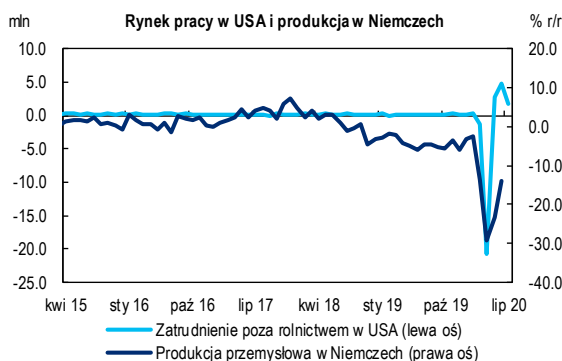
Wykres 5. Wysokie depozyty i niskie emisje Ministerstwa Finansów



- Na przetargu zamiany resort finansów sprzedał obligacje za 3,5 mld zł odkupując w większości obligacje zapadalne w 2021 r. (2,9 mld zł) oraz 500 mln zł obligacji DS1020. Stosunkowo niewielkie kwoty transakcji na aukcjach zamiany mogą być w sytuacji wzrostu płynności sektora bankowego efektem niskiej skłonności banków do ich sprzedaży, podobnie jak w przypadku aukcji odkupu NBP. Jednocześnie niewielka liczba podstawowych aukcji sprzedaży i odkupu obligacji z 2021 r. wynika z nieco lepszych wyników budżetu niż obawiano się jeszcze 2-3 miesiące temu. Naszym zdaniem wysokie depozyty MF (ok. ok. 125 mld zł na koniec lipca) będą umożliwiać ograniczenie emisji w II poł. roku.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Citi Handlowy

Wykres 6. Dobre dane z USA, rosnące napięcia USA-Chiny



- Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w lipcu o 1,8 mln wobec wzrostu o 4,8 mln w czerwcu. Pozytywnie zaskoczył również indeks ISM dla sektora usług, rosnąc w lipcu do 58,1. Indeksy PMI dla krajów strefy euro również rosły, ale mniej niż wskazywały wstępne szacunki. Pozytywnie zaskoczyły za to dane o sprzedaży detalicznej dla strefy euro oraz dane o zamówieniach w przemyśle i produkcji w Niemczech.
- Ubiegłotygodniowy zestaw danych potwierdza stopniowe ożywienie w największych gospodarkach. Jednak zagrożeniem dla światowego wzrostu w II poł. roku pozostaje utrzymująca się na wysokich poziomach liczba nowych zachorowań na COVID-19, co spowalnia lub cofa procesy gospodarczego otwarcia. Na takie ryzyka zwracali uwagę w ubiegłym tygodniu regionalni prezesi Fed, a zwiększać je mogą rosnące napięcia między USA i Chinami oraz przedłużające się negocjacje w kwestii pakietu fiskalnego.

Źródło: Haver, Citi Handlowy

Kalendarz ekonomiczny

Godz, publikacji	Kraj	Informacja	Jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
11 sie WTOREK							
09:00	HU	Inflacja CPI	% r/r	VII	--	3,3	2,9
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	VIII	65	58	59,3
12 sie ŚRODA							
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa	% m/m	VI	10,3	10	12,4
14:30	USA	Inflacja CPI	% m/m	VII	0,5	0,3	0,6
13 sie CZWARTEK							
09:00	CZ	Inflacja CPI	% r/r	VII	3,2	--	3,3
14:00	PL	Rachunek bieżący	mIn EUR	VI	1315	1599	2455
14:00	PL	Eksport	mIn EUR	VI	17056	--	15700
14:00	PL	Import	mIn EUR	VI	16151	--	14450
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	tyg.	1000	1150	1186
14:30	USA	Kontynuujący pobieranie zasiłku	tys.	tyg.	15800	--	16107
14 sie PIĄTEK							
10:00	PL	Wstępny szacunek PKB	% r/r	II kw.	-8,1	-8,4	2
10:00	PL	CPI	% r/r	VII	3,1	3,1	3,3
11:00	EUR	PKB - drugi szacunek	kw/kw	Q2	-12,1	-12,1	-3,9
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna	% m/m	VII	1,7	1,8	7,5
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	VII	2,0	3,0	5,4
16:00	USA	Indeks konsumentów Michigan	pkt	VIII	74,4	71,7	72,5

Źródło: Reuters, Bloomberg, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	546	478	472	528	586	590	569	648
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1.720	1.800	1.861	1.989	2.116	2.265	2.249	2.418
PKB per capita (USD)	14.200	12.421	12.288	13.734	15.262	15.354	14.854	16.908
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,4	38,4	38,4	38,4	38,3	38,3
Stopa bezrobocia (%)	11,5	9,8	8,2	6,6	5,8	5,2	9,0	8,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	3,3	3,8	3,1	4,9	5,3	4,1	-4,0	4,7
Inwestycje (% r/r)	10,0	6,1	-8,2	4,0	9,4	7,2	-13,1	16,1
Spożycie ogółem (% r/r)	2,8	2,8	3,5	4,1	4,1	3,9	-2,1	4,8
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	2,6	3,0	3,9	4,5	4,2	3,9	-3,2	6,1
Eksport (% r/r)	6,7	7,7	8,8	9,5	6,3	4,2	-7,9	5,3
Import (% r/r)	10,0	6,6	7,6	9,8	7,1	3,0	-9,1	6,5
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	-1,0	-0,5	0,8	2,1	1,1	3,4	2,7	2,1
Inflacja CPI (% średnia)	0,0	-0,9	-0,6	2,0	1,6	2,3	3,4	2,0
Płace nominalne (% r/r)	3,8	3,5	4,1	5,9	7,1	6,6	3,0	3,6
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	7,58	7,44	4,91	3,53	7,35	7,00	6,50	6,00
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	0,10	0,10
WIBOR3M, (% koniec okresu)	2,06	1,72	1,73	1,72	1,72	1,71	0,26	0,26
Rentowność obligacji 10-letnich	2,52	2,95	3,63	3,30	2,81	2,03	1,50	1,70
USD/PLN (Koniec okresu)	3,52	3,95	4,19	3,48	3,74	3,80	3,71	3,50
USD/PLN (Średnia)	3,15	3,77	3,94	3,77	3,61	3,84	3,89	3,59
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,26	4,29	4,40	4,18	4,29	4,26	4,42	4,34
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,18	4,36	4,25	4,26	4,30	4,42	4,38
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-11,4	-2,6	-2,5	0,8	-6,0	2,5	17,0	16,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-2,1	-0,6	-0,5	0,2	-1,0	0,4	3,0	2,6
Saldo handlu zagranicznego	-4,3	2,5	3,2	1,5	-6,1	2,7	7,4	4,8
Eksport	210,7	191,1	196,4	228,2	254,0	257,8	225,9	249,5
Import	215,0	188,6	193,1	226,6	260,1	255,1	218,5	244,7
Saldo usług	12,1	12,1	15,4	20,3	25,9	28,2	24,7	29,7
Saldo dochodów	-18,6	-16,3	-19,6	-21,1	-22,6	-26,4	-12,5	-15,0
Rezerwy międzynarodowe	94,1	89,4	109,5	108,0	110,4	115,8	115,8	117,8
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-3,6	-2,6	-2,2	-1,5	-0,2	-0,7	-8,3	-7,6
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-1,7	-0,9	-0,5	0,1	1,2	0,6	-7,2	-6,7
Dług publiczny (Polska metodologia)	48,1	48,7	51,9	48,4	46,5	43,8	54,3	57,0

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek, CFA

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz nie stanowi „badania inwestycyjnego” lub „publikacji handlowej” w rozumieniu art. 36 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 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. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w całości lub w części. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.