

Komentarz makroekonomiczny Głównego Ekonomisty PZU

Marzec 2023 r.



Bieżące dane z gospodarki wskazują, że Polska najprawdopodobniej uniknie recesji w 2023 r., a średnie tempo wzrostu PKB ukształtuje się na poziomie ok. 1%. Od marca w relatywnie szybkim tempie postępować powinien proces dezinflacji z szansą na spadek CPI r/r do ok. 7% w końcu roku. W Polsce, podobnie jak w krajach strefy euro, popyt konsumpcyjny jest względnie słaby, ale wyróżnia nas odbicie popytu inwestycyjnego w IV kwartale ub.r. W przypadku eurozony, dalsze hamowanie konsumpcji przy braku odbicia w inwestycjach mogłoby wepchnąć państwa tego obszaru walutowego w recesję. Dużo bardziej skomplikowana sytuacja jest w USA. Popyt konsumpcyjny wciąż wydaje się mieć źródła finansowania, choć mogą się one gwałtownie skończyć w drugiej połowie roku. Silne turbulencje w sektorze bankowym za oceanem mogą powstrzymać Fed przed kolejnymi podwyżkami stóp, pomimo obaw J. Powella o uporczywość inflacji w sektorach usługowych.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy szczegóły marcowej aktualizacji Raportu o inflacji, w tym wyniki najnowszej projekcji inflacji i PKB Narodowego Banku Polskiego. To bardzo ważny dokument, stanowiący jedną z przesłanek podejmowania przez Radę Polityki Pieniężnej decyzji co do kształtowania stóp procentowych w Polsce. Zgodnie z bieżącą projekcją NBP, wzrost PKB w Polsce w tym roku ma sięgnąć 0,9% (ścieżka centralna) wobec 4,9% zanotowanych w roku ubiegłym. Ekspert NBP przewidują, że realne tempo wzrostu spożycia gospodarstw domowych w 2023 r. wyniesie 0,9%, a inwestycje w ujęciu realnym utrzymają się na poziomie z 2022 r. Spodziewane ograniczenie tempa wzrostu PKB w Polsce to m.in. efekt niekorzystnego oddziaływania wyraźnego spowolnienia aktywności gospodarczej u naszych głównych partnerów handlowych, a także stopniowo materializujących się skutków dotychczasowych podwyżek stóp procentowych NBP. Niższy wzrost zagregowanego popytu i otwierająca się po ujemnej stronie luka popytowa będą działać w kierunku stopniowego spadku inflacji w Polsce. Proces dezinflacji ma być wzmacniany poprzez postępujące obniżanie się cen surowców energetycznych i rolnych na świecie oraz stopniowe ustępowanie napięć w sieciach dostaw i obniżającą się inflację zagranicą. Zdaniem NBP, inflacja CPI w Polsce obniży się w tym roku do 11,9% z 14,4% w roku ubiegłym, a w ostatnim kwartale spadnie do średnio 7,6%.

W świetle dostępnych obecnie informacji, prognoza średniego tempa wzrostu PKB w Polsce na poziomie 1% w 2023 r. nie budzi wątpliwości. Można się

oczywiście zastanawiać, czy jednak ścieżka inwestycji nie okaże się ostatecznie nieco wyższa, kosztem ciut słabszej konsumpcji gospodarstw domowych. Jednak kierunkowo nie zmienia to tezy, że pomimo oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym, Polska uniknie recesji w tym roku.

Jeżeli chodzi o sferę nominalną, podobnie jak NBP, od marca spodziewamy się postępującej w Polsce dezinflacji. Od jakiegoś czasu komunikujemy, że w końcu bieżącego roku mamy szansę na spadek CPI r/r w okolice 7%. Niestety, zanim GUS zacznie publikować kolejne, pewnie już niższe odczyty inflacji, czeka nas jeszcze ogłoszenie wyniku za luty, który szacujemy na ok. 18,6% r/r. W ujęciu rocznym może to być najwyższy wynik w tym cyklu wzrostu cen, choć warto dodać, że w ujęciu miesięcznym szczyt inflacji w Polsce miał miejsce znacznie wcześniej, bo w marcu 2022 r. Wówczas ceny względem lutego wzrosły aż o 3,3%, głównie w efekcie skokowego wzrostu cen paliw, nośników energii i żywności. To była konsekwencja szoku podażowego na rynkach surowcowych wywołanego zbrojną rosyjską napaścią na Ukrainę. Ostatni raz tak silny miesięczny wzrost cen w Polsce miał miejsce w styczniu 1996 r. Widmo kryzysu energetycznego w Europie i braków żywności na świecie napędzało inflację, która, m.in. z uwagi na jej kosztowy charakter, rozlewała się na coraz liczniejsze kategorie dóbr i usług. Momentum inflacji jednak słabnie i wydaje się, że najwyższe jej odczyty mamy już za sobą.

W kierunku dezinflacji oddziaływać będzie znaczne złagodzenie narosłych w okresie pandemii nierównowag po stronie podażowej. Presja kosztowa na rynkach surowcowych systematycznie spada. Ceny ropy w kontraktach długoterminowych stopniowo schodzą do poziomów notowanych przed eskalacją przez Rosję działań wojennych w Ukrainie w lutym ub.r. W tendencji spadkowej pozostają też ceny gazu. Wraz z wychodzeniem świata z pandemii Covid-19 i otwieraniem się kolejnych gospodarek, poprawia się sytuacja w globalnej logistyce. Ceny frachtu są już najniższe od ponad dwóch lat (Wykres 1). W ubiegłym miesiącu indeks napięć w światowym handlu publikowany przez Centrum Makroekonomii i Ekonometrii Stosowanej Fed NY po raz pierwszy od sierpnia 2019 r. spadł poniżej długookresowej średniej (Wykres 2). To w dużej mierze efekt znacznego skrócenia czasu dostaw w Europie. Normalizacja sytuacji na rynku przewozu towarów to również konsekwencja przesuwania się konsumpcji gospodarstw domowych w kierunku usług, których udział w spożyciu spadł w szczycie pandemii z uwagi na ograniczoną ich dostępność.

Wykres 1: Ceny frachtu.

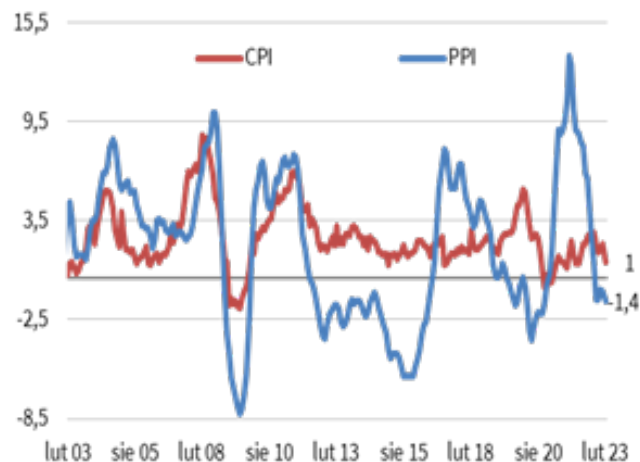


Wykres 2: Indeks napięć w światowym handlu.

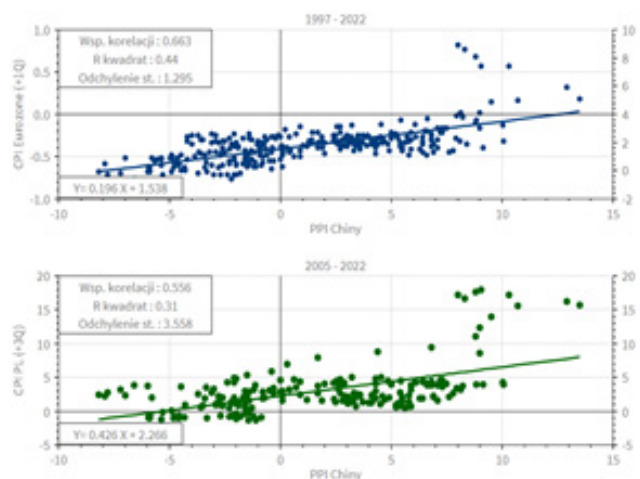


Jeszcze niedawno zastanawialiśmy, jak na globalne procesy inflacyjne wpłynie powrót gospodarki chińskiej ze „zwolnienia” covidowego. Dotychczasowe dane wskazują, że może przeważać efekt podaży, który będzie zdejmował presję na wzrost cen towarów. W lutym inflacja CPI r/r spadła w Chinach z 2,1 do zaledwie 1%, w tym inflacja bazowa, która traktowana jest jako wyznacznik wewnętrznej presji na wzrost cen, zmniejszyła się do 0,6% r/r. W Państwie Środka pogłębia się deflacja cen producenta. W lutym ceny te okazały się być o 1,4% niższe niż w analogicznym miesiącu ubiegłego roku, jeszcze w styczniu były one niższe o 0,8%. (Wykres 3). W tym miejscu chcielibyśmy przypomnieć, że dotychczas zmiany inflacji PPI w Chinach wyprzedzały o ok. pół roku zmiany cen towarów w strefie euro i w Polsce. (Wykres 4).

Wykres 3: Chiny, CPI i PPI (% r/r).

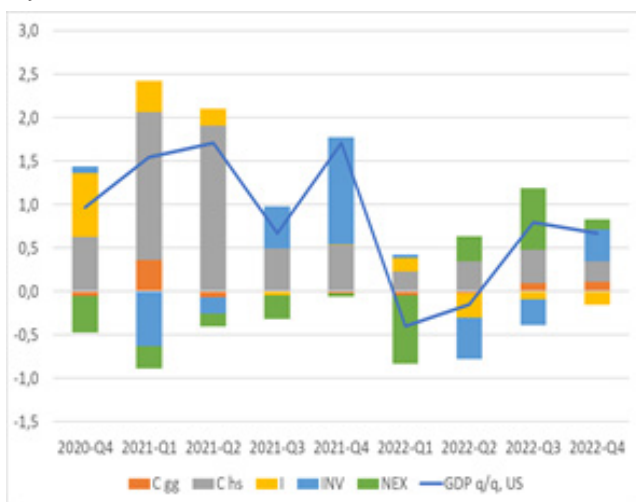


Wykres 4: Inflacja PPI w Chinach na tle CPI w PL i EA.

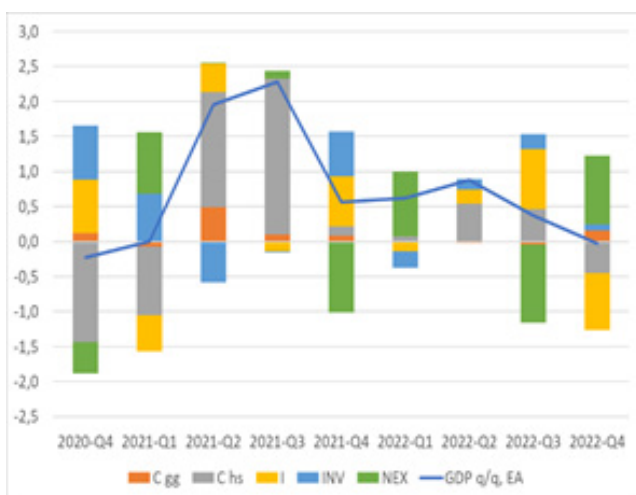


Złagodzenie presji kosztowej po stronie towarów stopniowo będzie wyhamowywać wzrost cen dóbr w koszykach konsumpcyjnych gospodarstw domowych. W silniejszym hamowaniu inflacji CPI przeszkodą może być wciąż silny rynek pracy w krajach rozwiniętych. W strefie euro cały czas rośnie inflacja bazowa, tj. po wyłączeniu cen energii i żywności, a ostatnio odnotowaliśmy poprawę koniunktury w usługach. Teoretycznie stwarza to przestrzeń do kontynuacji podwyżek przez EBC, który rozpoczął je relatywnie późno i wciąż zrealizował mniej podwyżek niż inne banki centralne. Kierunek zmian stóp na najbliższym posiedzeniu EBC wydaje się więc jasny, pomimo silnych turbulencji w sektorze bankowym w USA. Potencjalnie cykl podwyżek stóp procentowych w eurozone może zatrzymać pogłębianie się spadku konsumpcji. Już w ostatnim kwartale 2022 r. spożycie gospodarstw domowych w krajach strefy euro miało ujemny wkład we wzrost PKB (Wykres 6, C hs). Dalsze hamowanie konsumpcji mogłoby wepchnąć państwa członkowskie tego obszaru walutowego w recesję.

Wykres 5: USA – struktura zmian PKB (% kw/kw).



Wykres 6: Stefa euro – struktura zmian PKB (% kw/kw).



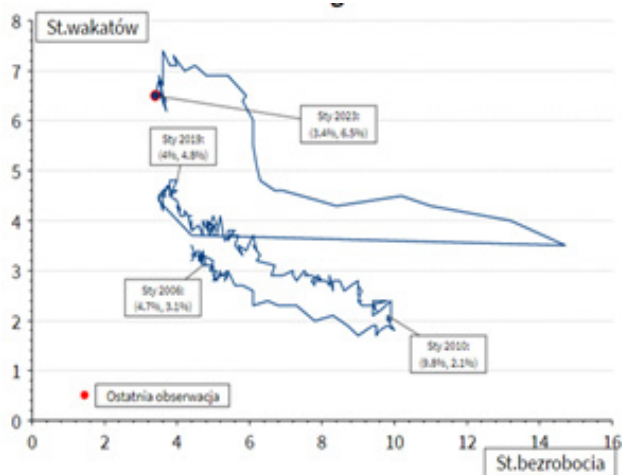
W przypadku USA, sygnały ze sfery realnej na razie pozostają relatywnie dobre. Stopa bezrobocia wciąż utrzymuje się na bardzo niskim poziomie, przy liczbie wakatów bliskiej historycznego maksimum (Wykres 7). W lutym zatrudnienie w sektorach pozarolniczych wzrosło za oceanem o 311 tys. osób, tj. o ok. 100 tys. więcej niż wskazywał konsensus prognoz. To kolejny mocny sygnał z rynku pracy po przyroście zatrudnienia w styczniu o przeszło 500 tys. osób. Popyt na pracę w USA koncentruje się w sektorach usługowych związanych ze spędzaniem wolnego czasu. To sektory, gdzie poziom przeciętnego wynagrodzenia jest relatywnie niski na tle innych branż, które ostatnio redukują zatrudnienie (np. IT). Stąd, pomimo niemal 7% wzrostu płac w turystyce, w lutym przeciętne wynagrodzenie w USA zwiększyło się w ujęciu rocznym o 4,6%, czyli o 0,1 pkt. proc. mniej niż wskazywały prognozy. Musimy jednak pamiętać, że silniejszy wzrost płac ma miejsce w przypadku pracowników relatywnie uboższych, z mniejszą stopą oszczędności, co w USA wciąż może generować presję na wzrost konsumpcji. W przeciwieństwie do strefy

euro, spożycie gospodarstw domowych w USA ma wciąż dodatni wkład we wzrost PKB (Wykres 5, C hs). Relatywnie szybki wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń osób w branżach z mniejszym przeciętnym poziomem płac i wydajności to nie jedyny impuls popytowy w USA. W styczniu ważona strukturą zatrudnienia płaca minimalna wzrosła tam o niemal 5%, a waloryzacja zasiłków socjalnych i rent sięgnęła niemal 9%. Od marca widełki wynagrodzeń sprzedawców w sieci sklepów Walmart zostały podniesione z 12-18\$ do 14-19\$ na godzinę. Płace w tej sieci są często, obok oficjalnych regulacji w danym stanie, punktem odniesienia dla minimalnego poziomu wynagrodzeń. W kierunku poprawy realnej siły nabywczej gospodarstw domowych w USA działają też różnice w momentum inflacji i płac (Wykres 8). Od kilku miesięcy średnia miesięczna zmiana wynagrodzeń jest wyższa niż inflacji, co daje przestrzeń dla dodatkowej konsumpcji. To tłumaczy obawy J. Powella, prezesa Fed, o uporczywość inflacji w branżach usługowych niezwiązanych z rynkiem nieruchomości. W układance tłumaczącej względnie silniejszy niż w Europie popyt konsumpcyjny Amerykanów nie możemy zapominać o finansowaniu wydatków konsumpcyjnych nadmiarowymi oszczędnościami. Skutkiem hojnego wsparcia gospodarstw domowych licznymi programami w pandemii był wzrost oszczędności ponad te wynikające z długookresowego trendu, szacowany w 2020 r. w USA na ponad 7% PKB. To najwięcej w krajach rozwiniętych. Teraz Amerykanie wykorzystują te pieniądze do finansowania konsumpcji.

Pomimo relatywnie dobrej sytuacji bieżącej w USA, na horyzoncie rysują się zagrożenia. Nadmiarowe oszczędności gospodarstw domowych mogą się wkrótce skończyć, być może już w drugiej połowie tego roku. Wysokie stopy zniechęcają firmy do inwestycji. Jak wskazuje ostatni raport Challengea, firmy w USA zdają się być świadome tych zagrożeń, korygują plany zatrudnienia i boją się rosnących kosztów finansowania. To wszystko w środowisku wysokich stóp procentowych generuje ryzyko ostrego hamowania popytu w USA. Ostatnio ujawniły się też problemy w sektorze finansowym. Rekordowa jak na standardy USA skala dotychczasowego zaostrzenia warunków monetarnych zaczyna odbijać się na bilansach banków. Upadły już SVB i Signature Bank. W przypadku SVB, bankructwo możemy tłumaczyć błędami w alokacji aktywów i strukturą deponentów, która w większości obejmowała start-upy. Nie możemy jednak zapominać, że to silny wzrost stóp procentowych w USA ograniczył możliwości pozyskiwania finansowania przez firmy technologiczne. Zmuszone do korzystania w większym stopniu z posiadanych zasobów gotówki wycofują one depozyty, co z kolei generuje konieczność sprzedaży obligacji posiadanych przez banki, a ceny tych ostatnich, po podwyżkach stóp, spadły. Fed w swoich

przyszłotygodniowych decyzjach będzie musiał wziąć to pod uwagę i o ile nie uda mu się szybko ustabilizować sytuacji w sektorze bankowym, nie można wykluczyć scenariusza zatrzymania podwyżek stóp, choć jeszcze w ubiegłym tygodniu, w kontekście mocnych danych z rynku pracy, rynek wyceniał 50 pb podwyżki w marcu

Wykres 7: USA – krzywa Beveridge'a.



Wykres 8 USA: płace i CPI (3m śr. m/m zannualizowana).



Comiesięczny komentarz wraz z prognozami makroekonomicznymi przygotowuje zespół kierowany przez głównego ekonomistę PZU Dawida Pachuckiego, który tworzą również Agnieszka Pierzak z Biura Analiz Makroekonomicznych PZU oraz główny ekonomista TFI PZU Maciej Drzewucki.

NOTA PRAWNA

Jest to informacja reklamowa. Przed podjęciem ostatecznych decyzji inwestycyjnych należy zapoznać się z prospektem informacyjnym oraz dokumentami zawierającymi kluczowe informacje (KID).

Dane podane w materiale nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, jak również usługi doradztwa inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a także nie są formą świadczenia doradztwa podatkowego, ani pomocy prawnej. Nie mogą stanowić wystarczającej podstawy do podjęcia decyzji inwestycyjnych.

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym materiale pochodzą ze źródeł własnych TFI PZU SA lub źródeł zewnętrznych uznanych przez TFI PZU SA za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. TFI PZU SA nie może zagwarantować poprawności i kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale i nie ponosi żadnej odpowiedzialności za szkody powstałe w wyniku jego wykorzystania niezgodnie z jej przeznaczeniem. TFI PZU SA nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne osób, które zapoznały się z niniejszym materiałem. Wszelkie opinie i oceny wyrażane w niniejszym materiale są opiniami i ocenami TFI PZU SA lub jej doradców będącymi wyrazem ich najlepszej wiedzy popartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, obowiązującymi w chwili jej sporządzania. Mogą one podlegać zmianie w każdym momencie, bez uprzedniego powiadomienia. TFI PZU SA zastrzega, że dane zamieszczone w niniejszym materiale mogą być nieaktualne, dlatego w przypadku zamiaru podjęcia decyzji inwestycyjnych zalecamy kontakt z TFI PZU SA, celem uzyskania aktualnych informacji.

Wskazywane w materiałach wartości mają walor historyczny i nie stanowią podstawy do przewidywania i szacunków przyszłych wartości oraz nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości, a inwestowanie w fundusze inwestycyjne wiąże się z ryzykiem wynikającym z wahań cen na rynkach, zmian wysokości stóp procentowych, kursów walut itp.

Prawa autorskie do niniejszego materiału przysługują TFI PZU SA z siedzibą w Warszawie. Żadna z części tego materiału nie może być kopiowana lub przekazywana nieupoważnionym osobom. Materiał ten nie może być odtwarzany lub przetrzymywany w jakimkolwiek systemie odtwórczym: elektronicznym, magnetycznym lub innym. Wykorzystywanie jej przez osoby nieupoważnione lub działające niezgodnie z powyższymi zastrzeżeniami bez pisemnej zgody Towarzystwa lub w inny sposób naruszający przepisy prawa autorskiego może być powodem wystąpienia z odpowiednimi roszczeniami.

Jeżeli w treści niniejszego materiału nie wskazano inaczej, źródłem danych są obliczenia własne TFI PZU SA.

TFI PZU SA podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PZU Spółka Akcyjna, Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy XIII Wydział Gospodarczy KRS, KRS: 0000019102, NIP 527-22-28-027, kapitał zakładowy: 15 013 000 zł wpłacony w całości, Rondo Ignacego Daszyńskiego 4, 00-843 Warszawa, pzu.pl