

Komentarz makroekonomiczny Głównego Ekonomisty PZU

Kwiecień 2024 r.

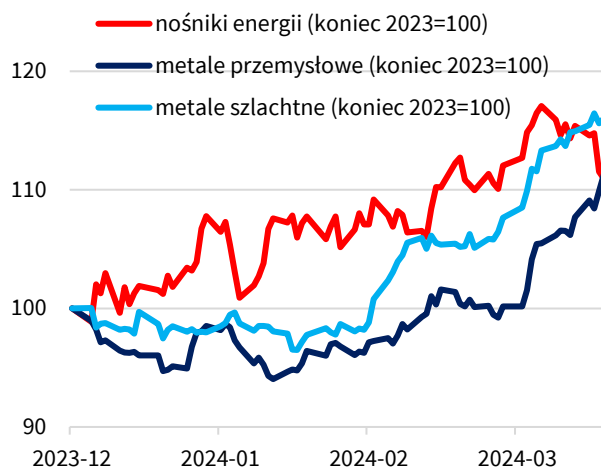


Ostatnia prosta w drodze banków centralnych do osiągnięcia celów inflacyjnych może być nieco dłuższa niż wcześniej zakładano. Ryzyka geopolityczne i stopniowa odbudowa globalnego popytu podbijają ceny surowców przemysłowych, co może być barierą w dalszej dezinflacji cen dóbr. Wciąż występuje też duża lepkość cen usług. Szans można upatrywać w tendencjach cenowych na rynkach surowców rolnych, ale efekty tego będą w większym stopniu odczuwać gospodarstwa domowe z relatywnie większym udziałem wydatków na żywność. Najprawdopodobniej w tym roku z największych banków centralnych na świecie szybciej stopy procentowe zaczną obniżać EBC, a na pierwszą obniżkę kosztu pieniądza przez Fed możemy poczekać co najmniej do września.

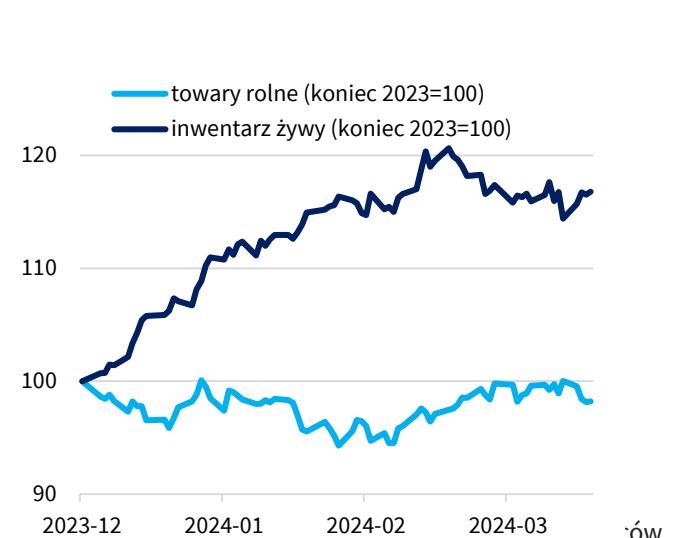
Wyboista droga do osiągnięcia celu inflacyjnego, o czym pisałem w styczniu, to nie tylko zmartwienie decydentów w Polsce. Bieżące dane z rynków globalnych pokazują, że kontynuowanie silnych spadków inflacji na świecie, które obserwowaliśmy w mijających miesiącach, może być już znacznie trudniejsze. Od początku roku na światowych giełdach wzrosły ceny większości surowców przemysłowych (Wykres 1). To po części efekt czynników geopolitycznych, w tym ostatniego wzrostu napięcia na Bliskim Wschodzie, co podbija m.in. ceny ropy i złota. Swoje dokładają też stopniowo poprawiająca się koniunktura

na świecie, oczekiwania na obniżki kosztu pieniądza przez największe banki centralne i zaburzenia na linii popyt-podaż, jak chociażby problemy kopalni miedzi First Quantum w Panamie, czy niższe wydobycie przez innych producentów tego surowca na świecie. Wzrost cen surowców przemysłowych stawia pod znakiem zapytania dalszą dezinflację cen producenta. W Europie, gdzie PPI r/r wzrosły relatywnie mocniej w reakcji na wybuch pełnoekranowej wojny na Ukrainie, deflacja cen producenta może jeszcze potrwać. Ale w USA w marcu PPI r/r wzrosły z +1,6 do +2,1%.

Wykres 1: Surowce przemysłowe, ceny



Wykres 2: Surowce rolne, ceny



Pomimo wzrostu cen surowców przemysłowych, w kierunku dalszej dezinflacji cen konsumpcyjnych na świecie wciąż powinny działać surowce rolne (Wykres 2). Wprawdzie w marcu obrazujący globalne zmiany cen surowców żywnościowych indeks FAO wzrósł o 1,1% m/m (po raz pierwszy od lipca 2023 r., głównie w związku z wyższymi cenami olejów roślinnych, nabiału i mięsa), jego poziom jednak pozostaje o ponad 26% niższy, niż w marcu 2022 r, tj. w swoim lokalnym szczycie od sierpnia 2011 r. Co więcej, jak wskazują cenowe komponenty indeksów S&P

rolnych na giełdach światowych spadają. Żywność to ok. 1/4 koszyka wydatków przeciętnego Polaka i na pewno zauważymy kontynuację dezinflacji w tej kategorii. Większe problemy może mieć amerykański konsument, u którego udział wydatków na zakupy spożywcze jest około połowę mniejszy. Amerykanin relatywnie większą część swoich wydatków przeznaczają na usługi, a tu sztywność inflacji jest większa.

To właśnie m.in. lepkość inflacji w usługach i wzrost cen paliw podbiły w marcu inflację CPI w USA z 3,2 do 3,5% (Wykres 3), podczas gdy rynek spodziewał się jej wzrostu do 3,4%. Zrodziło to pytania o przebieg inflacji w kolejnych miesiącach roku w USA, czemu dodatkowo sprzyjało zaognienie w kwietniu napięcia na linii Izrael-Iran i wzrost obaw o ciągłość dostaw na rynek światowy węglowodorów przez cieśninę Ormuz (płynie przez nią ok. 20% światowych dostaw ropy i 20% dostaw LNG). Wybuch wojny na Bliskim Wschodzie mógłby wywindować ceny nośników energii, co z pewnością konsumenci odczuli w swoich portfelach. Część analityków zaczęła nawet zastanawiać się, czy w kontekście ryzyka dla dezinflacji kolejnym ruchem Fed będzie nie obniżka, a podwyżka stóp procentowych. Wzrost tych obaw wyhamowała jednak wypowiedź Prezesa Powella, wskazująca, że wprowadzenie ostatnio powrót inflacji do celu jest wolniejszy, co może opóźnić cięcia stóp, ale jednocześnie Prezes mówił o utrzymaniu obecnego ich poziomu tak długo, jak to będzie konieczne, a nie o ich wzroście.

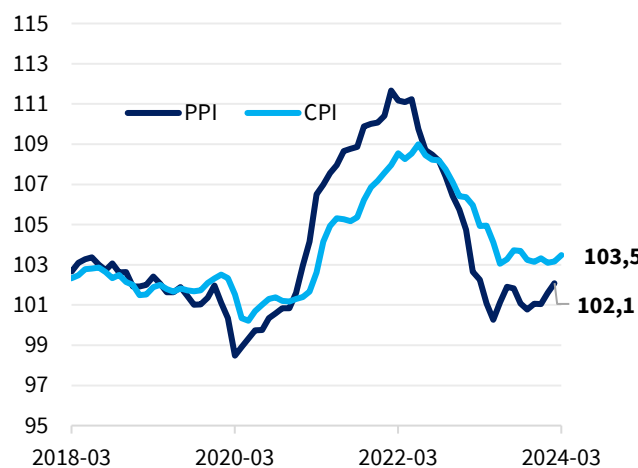
Lepkość inflacji w USA niepokoi jednak rynki finansowe i ostatnio rośnie zmienność na rynku stopy procentowej. Jeszcze na przełomie 2023/2024 rynek spodziewał się ok. sześciu obniżek stóp procentowych po 25pb. przez Fed w tym roku. Przed publikacją danych o marcowej inflacji w USA widzieliśmy w wycenach instrumentów finansowych trzy takie obniżki. Obecnie granym przez rynki scenariuszem są niecałe dwie obniżki stóp w tym roku, w tym pierwsza dopiero we wrześniu. Przypomnijmy,

mediana oczekiwań członków FOMC z marca 2024 r. co do skali obniżek kosztu pieniądza, to trzy cięcia stóp po 25pb w tym roku.

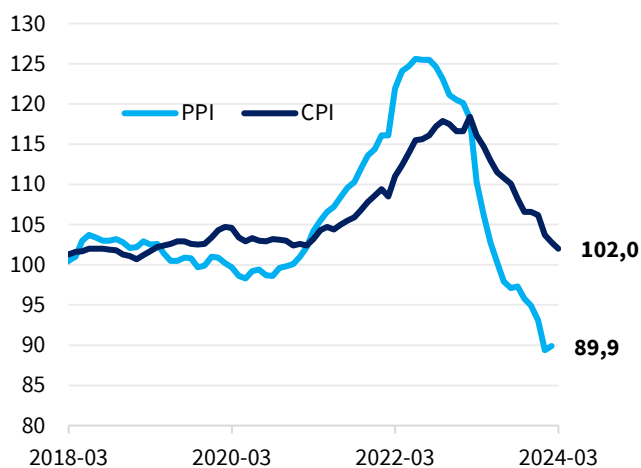
Nieco inaczej przebiegają procesy inflacyjne w Europie. W marcu HICP r/r dla strefy euro spadł z 2,6 do 2,4% przy medianie prognoz rynkowych w okolicy 2,5-2,6%. To kolejny ostatnio miesiąc niższych od oczekiwań odczytów inflacji dla krajów tego obszaru walutowego. Wprowadzenie po kwietniowym posiedzeniu Rady Prezesów, EBC wciąż utrzymuje stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ale jest coraz więcej sygnałów, że w czerwcu koszt pieniądza w strefie euro spadnie. Tak też kwotują instrumenty uczestnicy rynków finansowych, którzy oczekują nawet trzech obniżek stóp przez EBC w tym roku, po 25pb każda.

Szybciej od prognoz postępuje też dezinflacja w Polsce. W marcu wg danych GUS CPI r/r spadła z 2,8 do 2,0% przy konsensusie prognoz na poziomie 2,2% (Wykres 4). Wprowadzenie w kolejnych miesiącach inflacja w Polsce może już rosnąć, w tym nieco szybciej w drugiej połowie roku w związku z częściowym uwolnieniem cen energii, ale ostatnie propozycje Rządu w tym zakresie sugerują, że wzrost inflacji CPI będzie raczej do ok. 5,0%, nie 8% i powyżej, czego obawiało się część analityków. Po publikacji założeń co do ustawy o cenach energii Henryk Wnorowski, członek RPP, stwierdził, że jego zdaniem wzrosło prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych w tym roku w Polsce.

Wykres 3: Surowce przemysłowe, ceny



Wykres 4: Surowce rolne, ceny



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 niestanowią 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 opartej 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, in.pzu.pl