

## Komentarz makroekonomiczny Głównego Ekonomisty PZU

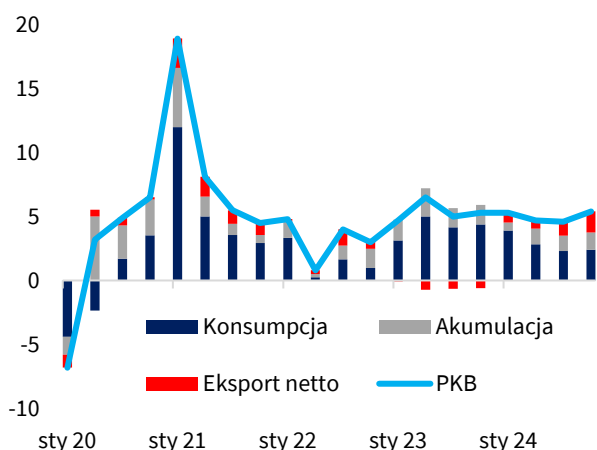
Styczeń 2025 r.



**Władzom w Chinach rzutem na taśmę udało się zrealizować zaplanowany na ubiegły rok cel. W ujęciu realnym PKB zwiększył się o 5%, ale wymagało to wsparcia popytu specjalnymi subsydiami ze strony rządu. W tym roku najprawdopodobniej czeka nas luzowanie polityki pieniężnej przez Ludowy Bank Chin. Z dalszą obniżką stóp procentowych nie musi spieszyć się natomiast Fed. Gospodarka USA rośnie w szybkim tempie, co przy ryzykach dla ścieżki inflacji w związku z potencjalnymi zmianami w polityce gospodarczej przez nową administrację prezydenta Trumpa, daje amerykańskiemu bankowi centralnemu czas. Obniżek stóp procentowych pewnie nie będzie opóźniał EBC. Centralny bank eurozony wciąż widzi inflację w celu w końcu tego roku, a największa gospodarka tego obszaru walutowego – niemiecka - skurczyła się realnie drugi rok z rzędu. W Polsce RPP z wznowieniem obniżek stóp może poczekać, szacujemy, że co najmniej do lipca.**

Gospodarka chińska zakończyła ubiegły rok z przytupem. Realny przyrost PKB także przyspieszył w czwartym kwartale 2024 r. do 5,4% r/r z 4,6% zanotowanych w kwartale poprzednim, co pozwoliło w skali całego roku odnotować wzrost na poziomie 5% - tyle ile zaplanowało Politbiuro. Przyspieszeniu zmian PKB w Państwie Środka pomogły m.in. rządowe dopłaty do zakupów sprzętu AGD – w okresie od września do grudnia ubiegłego roku sprzedaż detaliczna tych urządzeń rosła średnio o ponad 30% miesięcznie. To podbiło wkład konsumpcji do wzrostu gospodarczego (Wykres 1).

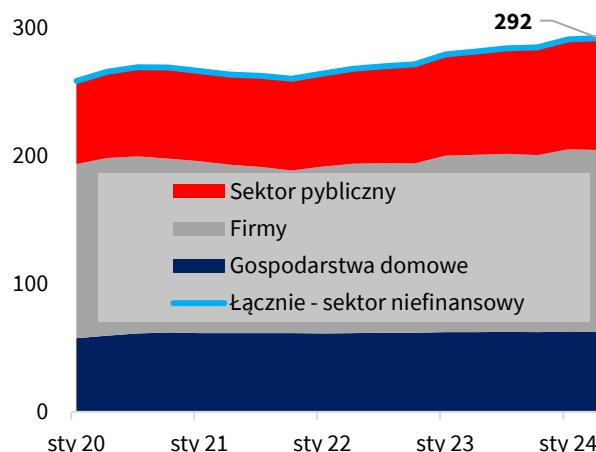
Wykres 1: Struktura zmian PKN w CN (% r/r)



Swoje mogła dotożyć też groźba wojen celnych. W końcu ubiegłego roku Chiny odnotowały wysokie tempa wzrostu eksportu i importu, przy czym pozytywne zaskoczenie po stronie wyniku pierwszej z wspomnianych kategorii ekonomicznych było większe. Być może firmy chciały choć częściowo ograniczyć potencjalny wzrost kosztów po ewentualnym wprowadzeniu ceł i z wyprzedzeniem

zwiększyły obroty w handlu zagranicznym. To z kolei podbiło wkład eksportu netto we wzrost PKB i władze w Chinach mogły otwierać szampana – zaplanowany na ubiegły rok cel dla wzrostu gospodarczego w ujęciu realnym został zrealizowany. Kroplą goryczy mógł być jednak wynik nominalnego PKB, który wzrósł wolniej niż PKB realny – deflator tego agregatu makroekonomicznego okazał się ujemny. Bez szybkiego nominalnego wzrostu gospodarce chińskiej trudno będzie wyrastać z ogromnego zadłużenia, które w relacji do PKB utrzymuje się w trendzie wzrostowym (Wykres 2).

Wykres 2: Dług w CN (p. niefinansowe, %PKB)

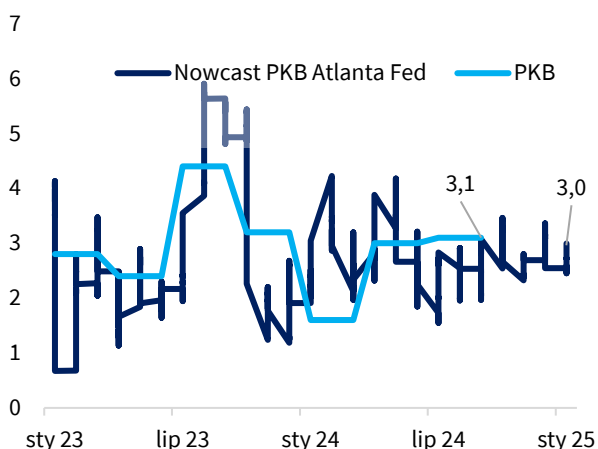


Co więcej, oczekiwania instytucji międzynarodowych co do realnego tempa wzrostu PKB w Chinach w tym roku nie są optymistyczne. Eksperti OECD po grudniowej aktualizacji prognoz szacują, że gospodarka chińska urośnie w tym roku o 4,7% realnie, Bank Światowy spodziewa się spowolnienia tego tempa do 4,5%, a MFW w styczniowej

projekcji przyjął, że będzie to 4,6%. Władze chińskie pozostają jednak zdeterminowane w celowaniu ze wzrostem gospodarczym w okolice 5%, co zapowiedziały w połowie grudnia ubiegłego roku. Aby to osiągnąć, zdecydowały się podnieść planowaną na bieżący rok wysokość deficytu budżetowego do 4% PKB, a dodatkowe środki z emisji obligacji mają służyć stymulowaniu popytu wewnętrznego, w tym subsydiowaniu zakupów wybranych dóbr konsumpcyjnych trwałego użytku i kosztownych zakupów wyposażenia przez firmy. Najprawdopodobniej w Chinach tym roku zobaczymy też kolejne obniżki stop procentowych. Władze będą pewnie starały się odwrócić wciąż spadkowy trend dla cen nieruchomości i pobudzić wzrost indeksów giełdowych, licząc, że dzięki temu nastroje gospodarkom domowych ulegną poprawie. To z kolei mogłoby przełożyć się na szybszy wzrost spożycia.

Z dalszymi obniżkami kosztu pieniądza, być może nawet w całej pierwszej połowie bieżącego roku, może wstrzymać się za to amerykański Fed. Końcówka ubiegłego roku dla gospodarki USA była lepsza od prognoz. W grudniu w sektorach pozarolniczych za oceanem zatrudnienie wzrosło o 256 tys. etatów, najwięcej od marca ubiegłego roku, bijąc medianę prognoz rynkowych niemal o 100 tys. Solidny wzrost zatrudnienia zgłosiły firmy prywatne - o 223 tys. m/m wobec konsensusu prognoz na poziomie +135 tys. Stopa bezrobocia spadła w grudniu w USA do 4,1%, choć prognozy analityków sugerowały jej stabilizację na 4,2% zanotowanych dla listopada. Rynek pracy w USA pozostaje zaskakująco silny, a firmy, zarówno małe i duże, mocno podniosły optymizm co do rozwoju sytuacji gospodarczej. Produkcja przemysłowa w grudniu wzrosła w USA o 0,9% m/m przy medianie prognoz na poziomie +0,3%, a wzrost sprzedaży detalicznej sięgnął 0,4%, po wzroście 0,8% m/m w listopadzie. Atlanta Fed w swojej najnowszej prognozie bieżącej (GDPnow) dla PKB szacuje, że w ostatnim kwartale ubiegłego roku wzrost on w ujęciu realnym o ok. 3% (saar), niewiele tylko poniżej tempa z trzeciego kwartału (Wykres 3).

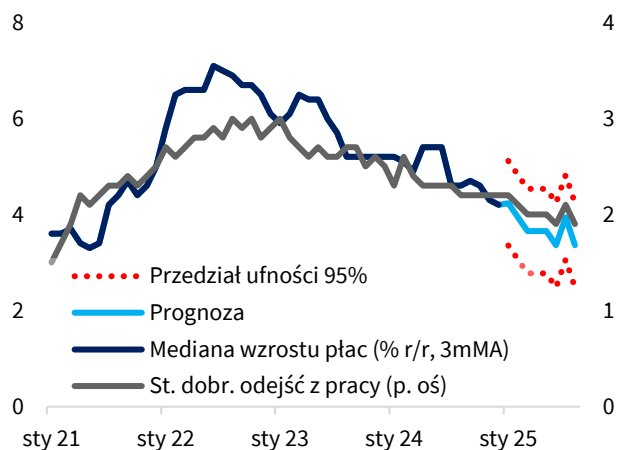
Wykres 3: PKB w US (% saar)



Członkowie FOMC (Federalnego Komitetu ds. Otwartego Rynku), przy wciąż bardzo dobrych danych ze sfery realnej, mają ten komfort, że mogą poczekać na pierwsze decyzje

gospodarcze prezydenta Donalda Trumpa, tym bardziej, że ostatnio w USA wzrosły oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. W styczniu konsumenci ankietowani przez Uniwersytet Michigan podnieśli swoje prognozy dla inflacji w horyzoncie roku do 3,3% z 2,8% zareportowanych w grudniu 2024 r. W przypadku oczekiwań inflacyjnych w horyzoncie pięciu lat, wzrosły one odpowiednio do 3,3% z 3%, być może w obawie o skutki dla inflacji z tytułu możliwego wzrostu ceł. Gdyby obawy te okazały się na mocno na wyrost, Fed mógłby za kilka miesięcy wrócić do obniżek stóp procentowych. Pomimo dobrej sytuacji na rynku pracy, w ostatnim okresie w USA spadała stopa dobrowolnych odejść z pracy wyrażona jako ich relacja do zatrudnienia w danym miesiącu. W przeszłości relacja ta z wyprzedzeniem ok. trzech kwartałów dość dobrze indykowała zmiany płac nominalnych w USA. Jeżeli historyczne zależności utrzymałyby się, kolejne miesiące powinny przynieść wyhamowanie tempa wzrostu płac w USA (Wykres 4). To, w zależności od ostatecznego kształtu zmian wprowadzanych w polityce gospodarczej przez nową administrację Białego Domu, w tym dotyczących ceł czy migracji, mogłoby dać Fedowi przestrzeń do wznowienia obniżek stóp procentowych.

Wykres 4: Płace a stopa dobrowolnych odejść



W Europie z dalszymi obniżkami stóp procentowych nie będzie najprawdopodobniej wstrzymywał się Europejski Bank Centralny. Wprowadzie HICP w strefie euro wzrósł w grudniu do 2,4% r/r z 2,2% w listopadzie, centralny bank strefy euro wciąż widzi jednak inflację w celu w końcu tego roku, a największe gospodarki tego obszaru walutowego mierzą się z kryzysem. Według wstępnych danych, PKB w Niemczech w 2024 r. spadł realnie o 0,2%, nieco tylko płycej niż w 2023 r., kiedy to spadek PKB sięgnął 0,3%.

Ostatnie zaostrenie retoryki przez Radę Polityki Pieniężnej w Polsce, pomimo niższego od prognoz wzrostu cen w grudniu (ostatecznie +4,7% r/r przy medianie oczekiwań rynkowych z końca listopada na poziomie +5%), sugeruje, że z wznowieniem obniżek stóp RPP może jeszcze poczekać. Szacujemy, że co najmniej do lipca, a istotnym rozpatrywanym czynnikiem będzie decyzja administracji co do wysokości cen prądu dla gospodarstw domowych w ostatnim kwartale br.

## **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