

Komentarz makroekonomiczny Głównego Ekonomisty PZU

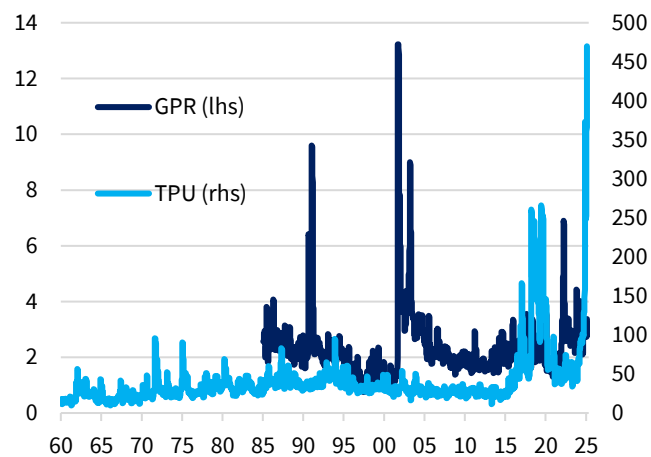
Marzec 2025 r.



W obliczu niespotykanej od dekad niepewności w obszarze polityki handlowej USA Amerykanie silnie zwiększyli zakupy zagranicą, by choć trochę ratować się przed możliwym wzrostem cen importu. Spodziewany w związku z tym wysoki ujemny wkład eksportu netto do PKB może skutkować kwartalnym spadkiem PKB za oceanem w początku bieżącego roku. Organizacje międzynarodowe korygują ostatnio w dół swoje prognozy wzrostu PKB strefy euro w tym roku. W Polsce jednak prognozy zmian tego agregatu aktywności gospodarczej są korzystne. Ostatnio swoje szacunki wzrostu gospodarczego w naszym kraju podniósł NBP. Rolę amortyzatora szoków zewnętrznych odgrywa coraz szybsze wykorzystanie środków unijnych, co będzie sprzyjać dobremu wynikowi inwestycji.

Nowa administracja w Białym Domu wprowadza radykalne zmiany w polityce zagranicznej Stanów Zjednoczonych. Decyzje w tym zakresie podejmowane są szybko i często podlegają gwałtownym korektom, co może niepokoić rynki i uczestników życia gospodarczego. Bazując na monitorowaniu artykułów prasowych indeks niepewności polityki handlowej TPU (Caldara, Iacoviello, Molligo, Prestipino, Raffo) wzrósł z początkiem roku dla USA do poziomu najwyższego od 1960 r., tj. od kiedy prowadzony jest ten monitoring. W tendencji wzrostowej w ostatnich miesiącach znajduje się też indeks ryzyka geopolitycznego GPR (Caldara, Iacoviello), który, podobnie jak TPU, śledzi archiwa wybranych gazet (Wykres 1). W przypadku GPR publikowane treści przeglądane są pod kątem tych dotyczących zagrożenia wojennego, pokoju, nuklearnego, terrorystycznego, rozbudowy sił zbrojnych, początku wojny, eskalacji wojny i aktów terroru.

Wykres 1: Indeksy niepewności



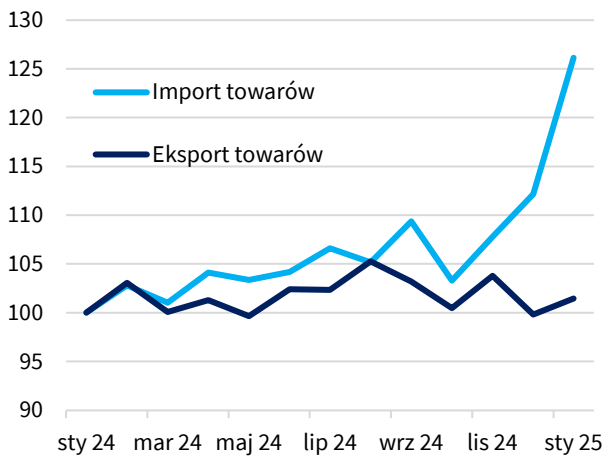
Rosnąca niepewność przekłada się na konkretne decyzje

amerykanów. W obawie o skutki wyższych ceł, zaczęli oni przenosić fizyczne zasoby złota do kraju i zwiększyli zakupy dóbr importowanych, zanim podrożeją. Z końcem ubiegłego roku import towarów przez USA gwałtownie przyspieszył (Wykres 2), co przy umiarkowanych zmianach eksportu, może przełożyć się na bardzo wysoki ujemny wkład eksportu netto do zmiany PKB w pierwszym kwartale tego roku. Atlanta Fed szacuje (nowcast GDPNow z 18 marca br.), że wkład ten może sięgnąć nawet -3,95 pkt. proc., co mogłoby skutkować pierwszym od początku 2022 r. kwartalnym spadkiem PKB za oceanem – jak szacują eksperci wspomnianego Banku, o 1,8% wobec 2,3% wzrostu (SAAR) z czwartego kwartału ubiegłego roku.

Firmy amerykańskie ankietowane w badaniach koniunktury PMI S&P Global i ISM raportowały w lutym dużą niepewność co do wpływu nowych polityk rządowych w obszarze handlu zagranicznego i wydatków federalnych na koniunkturę gospodarczą w USA w kolejnych miesiącach. Ich konkurenci ze strefy euro pozostali wprawdzie optymistyczni co do oceny perspektyw gospodarczych w horyzoncie kolejnych 12 miesięcy, ale, jak wskazuje badanie S&P Global, oczekiwania dotyczące tego wzrostu w lutym były nieco niższe niż w styczniu i poniżej ich długookresowej średniej. Tu pomóc może przegłosowana właśnie w Bundestagu zmiana konstytucji Niemiec, co jest kluczowym krokiem dla poluzowania reguł fiskalnych u naszego zachodniego sąsiada. Zielone światło dla szacowanego na setki miliardów euro impulsu fiskalnego Niemiec byłoby ważnym bodźcem zarówno dla tamtejszej gospodarki, jak i jej kooperantów. Wymiernych efektów tego impulsu spodziewać się jednak należy bardziej od przyszłego, nie bieżącego roku. Na razie prognozy dla PKB strefy euro korygowane są w dół. W marcu Europejski Bank Centralny obniżył prognozę wzrostu gospodarczego Eurozony w tym roku do 0,9% z 1,1% szacowanego w grudniu. Eksperci OECD właśnie zrewidowali swoje oczekiwania dla realnego tempa

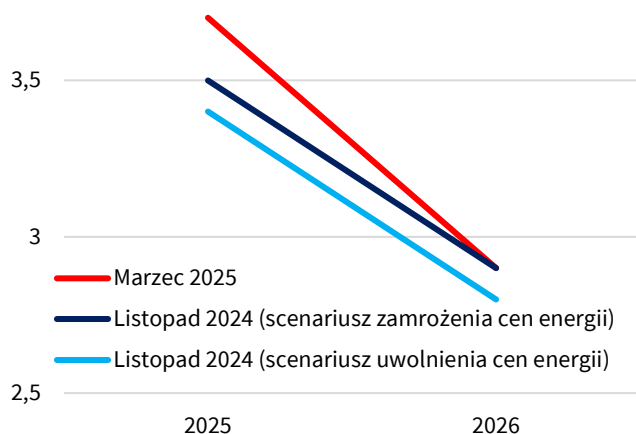
PKB wspomnianego wspólnego obszaru walutowego w 2025 r. do 1,0% z 1,3% z końca ubiegłego roku.

Wykres 2: Eksport i import USA (I'24=100)



Pomimo dużej niepewności w otoczeniu zewnętrznym, pespektywy gospodarki polskiej w tym roku pozostają dobre. W ubiegłym miesiącu pisaliśmy, że realne tempo wzrostu PKB nad Wisłą może w 2025 r. być o ok. 1 pkt. proc. wyższe niż w roku ubiegłym. W marcu zbliżone oczekiwania pokazali eksperci Narodowego Banku Polskiego. W aktualizacji Projektacji inflacyjnej podnieśli oni prognozę realnego wzrostu PKB w naszym kraju do 3,7% w 2025 r. Przypomnijmy, w listopadzie szacowali oni, że tempo to może wynieść 3,4% w scenariuszu uwolnienia cen energii lub 3,5% w scenariuszu zamrożenia cen energii dla gospodarstw domowych (Wykres 3). Wg GUS w ubiegłym roku PKB w Polsce zwiększył się realnie o 2,9%.

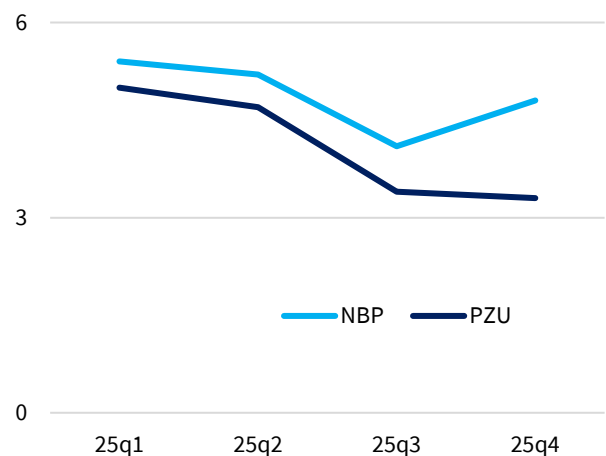
Wykres 3: NBP - porównanie prognoz PKB



Pamiętajmy jednak, że projekcje NBP są sporządzane przy założeniu stałych stóp procentowych. Tegoroczna aktualizacja wag w „koszyku inflacyjnym” przez GUS przełożyła się na jedną z najwyższych w historii rewizję CPI r/r: z +5,3% do +4,9% w styczniu br. Na poziomie +4,9%

r/r utrzymała się też inflacja w lutym. Wszystko wskazuje, że już w pierwszym kwartale 2025 r. wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w Polsce będzie istotnie poniżej 5,4% prognozowanych przez NBP w marcowej aktualizacji Projektacji. Szacujemy, że w tym okresie inflacja wyniesie 5,0%. Wyraźnie niższy punkt startowy powinien przełożyć się na wolniejszą ścieżkę CPI r/r w całym 2025 r. (Wykres 4). W przeciwieństwie do ekspertów NBP, w obliczu dotychczasowych cen energii na rynku hurtowym oraz zapowiedzianego przez rząd przeglądu taryf, widzimy bardzo małe szanse na wzrost cen energii dla gospodarstw domowych w Polsce w końcu bieżącego roku. To dodatkowy czynnik, który różnicuje naszą bieżącą ścieżkę CPI od tej z marcowej Projektacji inflacyjnej NBP. Przy perspektywach utrzymania inflacji w okolicy dopuszczalnego przedziału odchyień od 2,5% w roku kolejnym, może się naszym zdaniem wkrótce otworzyć przestrzeń do wznowienia obniżek stóp procentowych przez RPP, być może w lipcu, przy okazji kolejnej aktualizacji prognoz przez bank centralny. Niższe stopy w Polsce mogłyby dodatkowo wzmocnić trwałość odbicia aktywności gospodarczej w kraju. Nasza bieżąca prognoza realnego tempa wzrostu PKB w Polsce w 2025 r. to +3,8%.

Wykres 4: Porównanie prognozy CPI na 2025 r.



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