

Komentarz makroekonomiczny Głównego Ekonomisty PZU

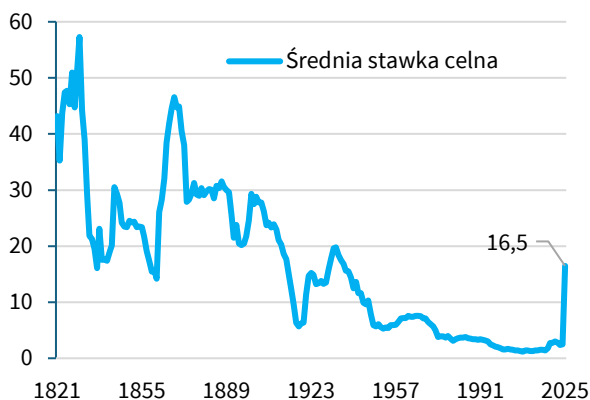
Kwiecień 2025 r.



Drastyczne podniesienie ciał przez Prezydenta Trumpa to istotny szok podażyowy dla światowego handlu. Ucierpi globalny PKB, w tym również w USA. O ile jednak w przypadku amerykańskiej gospodarki możemy dodatkowo spodziewać się znaczącego wzrostu inflacji, w przypadku pozostałych krajów szok może być deflacyjny, co otwiera przestrzeń do szybszych obniżek stóp procentowych poza USA. Prezes Powell będzie miał dużo większy ból głowy - musi zważyć ryzyko silnego osłabienia aktywności w sferze realnej za oceanem z tym, związanym z potencjalnie silnym wzrostem cen tamże.

W środę 2 kwietnia USA wyruszyły na kolejną wojnę. Prezydent Trump ogłosił wprowadzenie ciał wzajemnych, którymi objął niemal wszystkich partnerów handlowych USA. Jak oszacowali eksperci Tax Foundation (bazujemy tutaj na informacji z serwisu Macrobond), w wyniku tej decyzji średnia stawka taryfy celnej na import USA miałyby wzrosnąć do ok. 16,5% z 2,5% w 2024 r. (Wykres 1). Wyższe średnie obciążenie cłami amerykańskiego importu ostatnio widzieliśmy niemal 90 lat temu – w 1936 r.

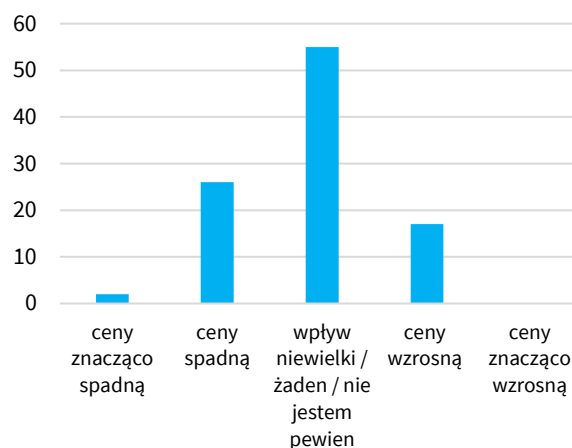
Wykres 1: USA – średnia stawka cła



Wojna celna jeńców nie bierze. W wyniku ogromnego wzrostu obaw o skutki drastycznego podniesienia ciał przez USA dla globalnej koniunktury krew połała się na światowych parkietach. W czwartek i piątek bezpośrednio po zapowiedzi nowych ciał indeks S&P500 skurczył się łącznie o nieco ponad 10%, Nasdaq oddał ponad 11%, DAX spadł o niemal 8%, WIG o nieco ponad 9%, a TOPIX o nieco ponad 6%. A to może nie być koniec spadków, co pokazał początek kolejnego tygodnia. Negatywne konsekwencje znacznie wyższych w USA taryf dla wyników sfery realnej światowej gospodarki związane są m.in. z: spodziewanym ograniczeniem popytu amerykańskich

konsumentów w związku z prawdopodobnym wzrostem cen w USA, potencjalnymi zaburzeniami w łańcuchach produkcji, możliwym ograniczeniem inwestycji przez firmy w okresie silnego wzrostu niepewności, wzrostem premii za ryzyko przy niejasnych perspektywach światowej koniunktury oraz możliwym dodatkowym spadkiem światowego popytu w scenariuszu rozkręcenia się spirali ciał gdyby kraje doświadczające wyższymi taryfami zdecydowały się podnieść na lokalnych rynkach koszty towarów eksportowanych przez USA. Kanały oddziaływania szoku celnego są dość złożone, a spodziewany spadek PKB największych partnerów handlowych USA będziemy ceteris paribus zaokrąglić raczej do punktów procentowych niż dziesiątej punktu procentowego. Wśród największych poszkodowanych będą Chiny, Meksyk, Kanada, strefa euro i same Stany Zjednoczone Ameryki.

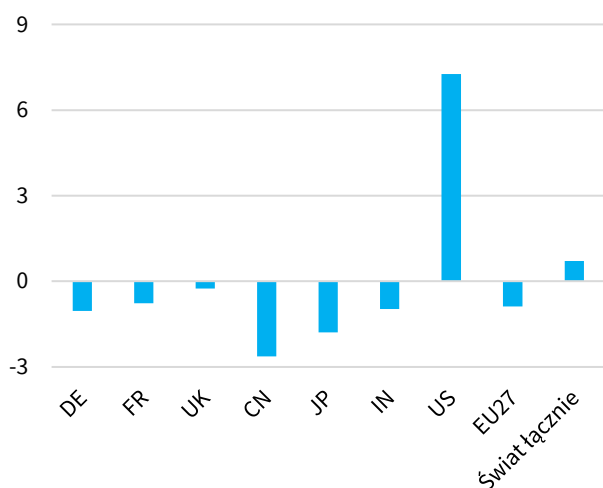
Wykres 2: EBC – cła USA a ceny w EA (ankieta)



Perspektywa silnego osłabienia światowego PKB, obok załamania indeksów giełdowych, doprowadziła też do mocnej przeceny surowców energetycznych i przemysłowych. Tylko w ciągu pierwszych dwóch dni od zapowiedzi drastycznej podwyżki ciał notowania ropy

Brent spadły z 75\$/Bbl do 66\$/Bbl, a miedź na LME potaniała z 9646\$/t do 8831\$/t. O ile konsumenci w USA na fali napędzanego taryfami wzrostu cen importu najprawdopodobniej będą musieli głębiej sięgnąć do kieszeni, to dla tych z reszty świata koszyk zakupowy może nieco stanąć. Skutki spodziewanego spadku popytu przy niższych cenach surowców mogą być dla partnerów handlowych USA deflacyjne. Na taki scenariusz wskazują chociażby wyniki przeprowadzonego w styczniu br. przez Europejski Bank Centralny badania ankietowego wśród 82 wiodących przedsiębiorstw z sektora niefinansowego działających w strefie euro¹. Większość z nich na pytanie o oczekiwany wpływ podniesienia przez USA ceł w pełnym sugerowanym zakresie na ceny w ich sektorze w strefie euro odpowiedziała, że będzie on niewielki lub że ceny spadną (Wykres 2). Tylko niewielki procent ankietowanych przez EBC spodziewał się wzrostu cen. Podobne wnioski płyną też z analizy Instytutu Gospodarki Światowej w Kilonii z dnia 3 kwietnia br. (Wykres 3)².

Wykres 3: IfW Kiel – zmiany indeksu cen (%)

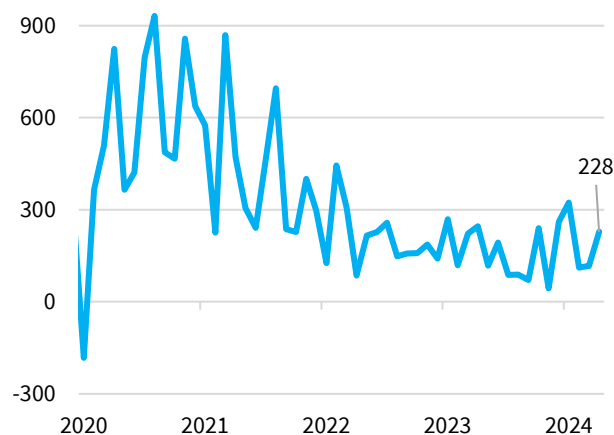


Przygotowana przez IfW Kiel symulacja na modelu KITE sugeruje, że w skutek podniesienia ceł przez USA tamtejsi konsumenci w krótkim okresie odczują znaczny wzrost cen, a u partnerów tej gospodarki ceny mogą one nawet spaść względem scenariusza bez szoku celnego. Silna pozytywna reakcja cen w USA ma wynikać z tego, że wyższe taryfy, obok podniesienia kosztu importowanych dóbr finalnych, przyczynią się też do wzrostu ceny półproduktów wykorzystywanych przez producentów na

terenie USA. To, w połączeniu z zmniejszoną konkurencją międzynarodową na runku lokalnym, ma pozwolić producentom w USA mocniej zwiększyć ceny. W efekcie zwiększy się presja inflacyjna i przy zmniejszeniu siły nabywczą amerykańskich gospodarstw domowych. Z kolei spadki cen u partnerów handlowych USA wiążane są m.in. ze zwiększoną podażą produktów na rynki krajowe po ich przekierowaniu z rynku amerykańskiego.

Spodziewane kierunki oddziaływań rozważanego wyżej szoku podaźowego z Ameryki potencjalnie otwierają dużą przestrzeń bankom centralnym poza USA do redukcji kosztu pieniądza. Wobec ryzyka silnego spadku globalnego popytu przy najprawdopodobniej deflacyjnym kierunku wpływu wojny handlowej na ceny, pewnie jeszcze w kwietniu po raz kolejny stopy procentowe zetnie EBC. W maju cykl obniżek może wznowić w Polsce Rada Polityki Pieniężnej, co zasugerował gołębci teraz Prezes NBP w czasie ostatniej konferencji po kwietniowym posiedzeniu RPP. Większy ból głowy będzie miał Prezes Powell – musi zważyć ryzyko silnego osłabienia aktywności w sferze realnej za oceanem z tym dotyczącym silnego wzrostu cen tamże. Wydaje się, że dopóki z USA będą płynąć dobre dane z rynku pracy, jak chociażby te ostatnie za marzec, kiedy to zatrudnienie w sektorach pozarolniczych wzrosło o 228 tys. (Wykres 4) przy konsensusie prognoz +135 tys., FOMC może pozostać w trybie wait&see. Jeżeli jednak pojawiają się sygnały mocnego pogorszenia popytu na pracę w USA, również Fed może wznowić obniżki kosztu pieniądza.

Wykres 4: USA – zatr. poza rolnict. (Δ, tys.)



¹ https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2025/html/ecb.ebbox202501_05~d09a1f7144.en.html

² New U.S. Tariffs Hit the U.S. Itself Hardest | Kiel Institute

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 opartej na informacjach 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