

# Komentarz makroekonomiczny Głównego Ekonomisty PZU

Luty 2023 r.



Polska gospodarka w ubiegłym roku osiągnęła relatywnie dobre wyniki, rosnąc w ujęciu realnym o 4,9%. Końcówka roku była słabsza niż jego początek. Postępująca inflacja silnie ograniczała realne dochody gospodarstw domowych, co ciążyło konsumpcji. Pozytywnie w końcu roku zaskoczyły wyniki inwestycji. Silne zmiany cen w trakcie roku zaburzyły szacunki zmian wolumenów. To wpłynęło na wyniki danych odsezonowanych, które zwykle wykorzystywane są do określania momentum wzrostu gospodarczego. W związku z tym dość ostrożnie powinniśmy podchodzić do interpretacji kwartalnych zmian szeregów czasowych oczyszczonych z sezonowości. Wydaje się nam, że w świetle dotychczas opublikowanych danych jest na razie zdecydowanie zbyt wcześnie na stwierdzenie, że gospodarka Polska jest w recesji. Przed nami okres spowolnienia wzrostu PKB, choć szybszy proces dezinflacji, którego spodziewamy się od marca tego roku, powinien z czasem przełożyć się na wzmocnienie aktywności gospodarczej w ujęciu realnym.

Jak co roku, z końcem stycznia Główny Urząd Statystyczny opublikował wstępny szacunek wyniku PKB w roku poprzednim. Polska gospodarka w 2022 r. urosła realnie o 4,9%, co na tle naszych największych partnerów handlowych było bardzo dobrym wynikiem. W ubiegłym roku PKB w Unii Europejskiej zwiększył się średnio o 3,6%, a w krajach strefy euro o 3,5%. Pomimo wybuchu wojny w Ukrainie i związanego z tym szoku cenowego na rynkach surowcowych, który znacznie wzmocnił presję inflacyjną rozlewającą się już wcześniej na świecie wraz z luzowaniem restrykcji covidowych w środowisku dysfunkcyjnych łańcuchów dostaw, zrobiliśmy kolejny krok w procesie realnej konwergencji do najbardziej rozwiniętych gospodarek.

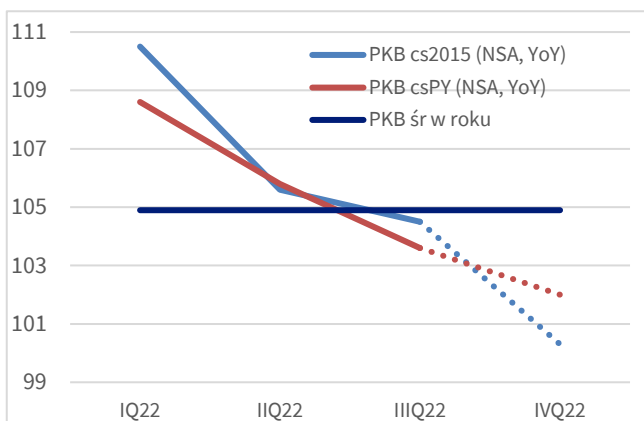
Wstępne dane GUS wskazują na bardzo dobry wynik inwestycji. Średnio w ujęciu realnym zwiększyły się one w ubiegłym roku o 4,6%, co implikuje (zakładając brak korekt danych za pierwsze trzy kwartały ubiegłego roku), że w IV. kw. 2022 r. nakłady brutto na środki trwałe wzrosły realnie o ponad 5% w ujęciu r/r (szczegóły poznamy w końcu lutego). To pozytywna niespodzianka. Średnio w pierwszych trzech kwartałach ubiegłego roku inwestycje rosły w tempie 4,4%, a w III kw. 2022 o 2,0% r/r.

Niestety, galopujący wzrost cen odbił się negatywnie na sile nabywczej gospodarstw domowych. Pomimo utrzymującej się dobrej sytuacji na rynku pracy, przejawiającej się wzrostem zatrudnienia i poziomem stopy bezrobocia blisko historycznego minimum, konsumpcja słabła z kwartału na kwartał, a jej realny poziom w ostatnim kwartale ub.r. najprawdopodobniej

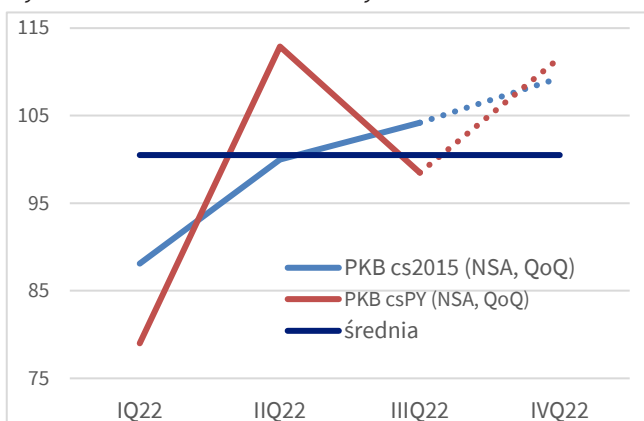
był niższy niż w analogicznym okresie 2021 r. (choć średnio w 2022 r. konsumpcja w sektorze gospodarstw domowych wzrosła realnie o 3,0%). Na szczęście z końcem roku presja inflacyjna zaczęła słabnąć. W grudniu inflacja CPI spadła do 16,6% r/r, Wprowadzie styczeń i luty br. przyniosą ponowny wzrost inflacji, od marca sytuacja w tym obszarze powinna ulec zmianie. Spodziewamy się wtedy postępującego systematyczne procesu dezinflacji, co z czasem powinno przyczynić się do odbicia konsumpcji.

Rysą na dobrych wynikach polskiej gospodarki w ubiegłym roku mogą wydawać się opublikowane w tym tygodniu przez GUS wyniki tzw. szybkiego szacunku PKB za IV kw. 2022 r. Zgodnie z nimi, realny PKB po oczyszczeniu z sezonowości skurczył się względem III kw. 2022 r. o 2,4%. Po publikacji tych danych część analityków zaczęła powątpiewać w jakość oczyszczania przez GUS danych z sezonowości, część ogłosiła, że PKB w Polsce od II kw. ub.r. jest już w recesji (przy średnim realnym wzroście gospodarki o 4,9% i rekordowo niskiej stopie bezrobocia!). Fakty wydają się nieco bardziej skomplikowane i związane są, naszym zdaniem, głównie z metodologią liczenia wolumenów (szeregów w ujęciu realnym, w cenach stałych, po skorygowaniu o zmiany wartości agregatów spowodowane zmianą cen) dla kwartalnych rachunków narodowych. Publikując dane dla PKB i jego komponentów w cenach stałych GUS wykorzystuje dwie konwencje liczenia tych cen stałych, czyli wolumenów. Publikuje on zmiany wolumenów w ujęciu cen średniorocznych roku poprzedniego oraz w ujęciu cen stałych przy roku odniesienia 2015, przy czym w tym drugim ujęciu, by prezentować zmiany realne w kwartałach na przestrzeni poszczególnych lat, korzysta z metody nawiązania łańcuchowego (ang. chain-linked volumes). W normalnych warunkach obie metody powinny dawać relatywnie spójny obraz przebiegu zmian realnych zachodzących w gospodarce, choć są wyjątki. Jak wskazuje chociażby rozdział ósmy podręcznika Międzynarodowego Funduszu Walutowego, w okresach, gdy ceny względne w gospodarce podlegają dużym wahaniom, jakość wolumenów liczonych z wykorzystaniem metod nawiązania łańcuchowego ulega pogorszeniu. Podręcznik MFW podaje tutaj przykłady okresów szoków naftowych czy bardzo wysokiej inflacji. Gwałtowna i wysoka inflacja charakteryzowała właśnie ubiegły i częściowo też 2021 rok. Silne zmiany cen, w kontekście wykorzystywanych przez GUS metod liczenia wolumenów, mocno zaburzyły przebiegi szeregów czasowych w cenach stałych w Polsce, co prezentujemy na Wykresach 1 i 2

Wykres 1: PKB w Polsce – zmiany wolumenów r/r.



Wykres 2: PKB w Polsce – zmiany wolumenów kw/kw.

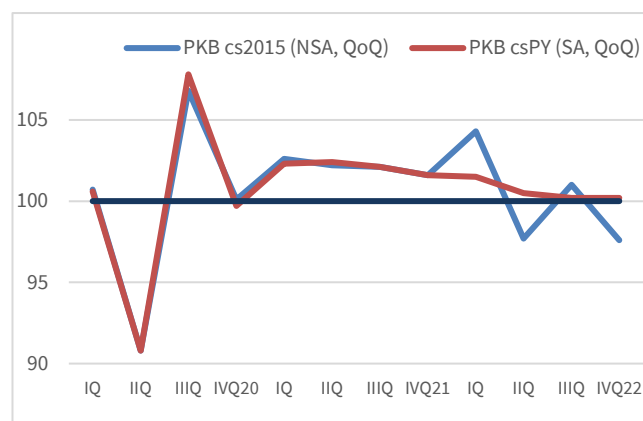


CsPY oznacza wspomniane wcześniej ujęcie cen średniorocznych z roku poprzedniego, a cs2015 ujęcie cen stałych przy roku odniesienia 2015. Zmiany na powyższych wykresach prezentowane są dla danych nieoczyszczonych z sezonowości (stąd oznaczenie NSA) i pochodzą bezpośrednio z informacji publikowanej przez GUS. Wyjątkiem są kwartalne zmiany wolumenów szeregu PKB w ujęciu cen średniorocznych roku poprzedniego (Wykres 2, szereg csPY). Przygotowanie odpowiedniego szeregu dla policzenia zmian kwartalnych wymagało dodatkowych szacunków. Z uwagi na to, że informacje niezbędne do tych szacunków dostępne są na stronach GUS z dokładnością do jednego miejsca po przecinku, mogą w przypadku tego szeregu występować pewne przybliżenia, niemające jednak wpływu na prezentowane dalej konkluzje.

Jak wskazują Wykresy 1 i 2, już na etapie wyznaczenia wolumenów powstały dość silne rozbieżności w przebiegu zmian PKB w ubiegłym roku. To właśnie te rozbieżności, a nie sama metoda wyrównywania sezonowego, miały potem konsekwencje dla przebiegu szeregów czasowych oczyszczonych z sezonowości. Samo oczyszczenie z sezonowości naszym zdaniem nie wprowadziło dodatkowych zaburzeń, choć pewnie je „wyostrzyło” – bazując tylko na danych nieoczyszczonych, najprawdopodobniej byśmy tych zaburzeń nie zauważyli. Spróbujmy przyjrzeć się jak oba wskazane wcześniej wolumeny PKB wyglądają po odsezonowaniu. (Wykres 3). Niestety, GUS, podobnie

zresztą jak i Eurostat, oczyszcza z sezonowości tylko szereg w ujęciu cen stałych przy roku odniesienia 2015 (czyli wolumen liczony w oparciu o metodę nawiązania łańcuchowego, który, jak wspomniano wyżej i we wskazanym podręczniku MWF, może generować błędne sygnały przy dużych wahaniami cen). Dlatego drugi ze wskazanych wolumenów (w ujęciu cen stałych 2021 r.) policzyliśmy i odsezonowaliśmy sami z wykorzystaniem procedury Tramo-Seats zaimplementowanej w pakiecie Eviews.

Wykres 3: Polska – PKB, porównanie kwartalnych zmian wolumenów po odsezonowaniu.



Jak widać, przebieg takich szeregów PKB jest dość zbliżony dla 2021 r., potem, pojawiają się dość istotne różnice. To właśnie efekt silnych zmian cen w trakcie 2022 r., które znalazły odzwierciedlenie w przebiegu wolumenu PKB w cenach 2015 i potem przeniosły się na szereg oczyszczony z sezonowości opublikowany przez GUS. Wolumen w cenach 2021 (na wykresie oznaczony symbolem csPY) nie podlega tak silnym zmianom, a obraz gospodarki z niego wynikający jest naszym zdaniem bardziej spójny z tym, co widzimy w danych krótkookresowych.

Po silnym odbiciu PKB w Polsce już w drugiej połowie 2020 i potem, wraz z luzowaniem restrykcji od początku 2021 r., kwartalne momentum zmian PKB zaczęło się normalizować. Silniejsze spowolnienie procesów gospodarczych nastąpiło wraz z wybuchem wojny w Ukrainie, co potem w ujęciu realnym zostało wzmocnione przez wybuch inflacji. Momentum wzrostu zwalnia, jednak jest jeszcze zdecydowanie za wcześnie, by mówić o recesji. Pierwszy kwartał roku 2023 może być trudny dla gospodarki, choć uważamy, że wraz z postępującą od marca dezinflacją, koniunktura powinna się zacząć z czasem poprawiać.

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