

Allianz Research | 12 kwietnia 2024 r.

# Lepka inflacja cen usług w strefie Euro (i nie tylko) - jak mucha w smole

Lepka, ponieważ przenosi się na wszystko dookoła, ale też jak w znanym wierszu Brzechwy – wciąż się nie można od niej uwolnić, co jest wyzwaniem dla EBC

## W skrócie:

**Ludovic Subran**  
Główny ekonomista  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

**Ana Boata**  
Kierownik działu badań ekonomicznych  
[ana.boata@allianz-trade.com](mailto:ana.boata@allianz-trade.com)

**Jordi Basco Carrera**  
Główny strateg inwestycyjny  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)

**Roberta Fortes**  
Starszy ekonomista dla Ibero-Latam  
[roberta.fortes@allianz-trade.com](mailto:roberta.fortes@allianz-trade.com)

**Bjoern Griesbach**  
Starszy strateg inwestycyjny  
[bjoern.griesbach@allianz.com](mailto:bjoern.griesbach@allianz.com)

**Jasmin Gröschl**  
Starszy ekonomista na Europę  
[jasmin.groeschl@allianz.com](mailto:jasmin.groeschl@allianz.com)

**Maxime Lemerle**  
Główny doradca, Insolvency Research  
[maxime.lemerle@allianz-trade.com](mailto:maxime.lemerle@allianz-trade.com)

**Maddalena Martini**  
Starszy ekonomista dla Włoch, Grecji i krajów Beneluksu  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

**Luca Moneta**  
Starszy ekonomista dla Afryki i Bliskiego Wschodu  
[luca.moneta@allianz-trade.com](mailto:luca.moneta@allianz-trade.com)

**Manfred Stamer**  
Starszy ekonomista na Europę Wschodzącą  
[manfred.stamer@allianz-trade.com](mailto:manfred.stamer@allianz-trade.com)

- Inflacja w strefie euro spadła w marcu do 2,4%, ale inflacja usług pozostaje jej kluczowym napędzającym
- „Nie tylko”, gdyż inflacja cen usług zaczyna być wyzwaniem także w innych europejskich (poza strefą Euro) gospodarkach – m.in. w Czechach
- Koszty pracy, główny składnik cen produkcji w sektorze usług, nadal rosną w tempie przekraczającym historyczną średnią
- Co więcej, dziewięć z 20 krajów (strefy euro) wykazuje stopy inflacji powyżej 3%. Niemcy i Francja odnotowały silne spowolnienie inflacji, podczas gdy inflacja w Hiszpanii i we Włoszech odbija się miarą zanikania negatywnych efektów bazowych związanych z energią
- W 2024 r. nadal Allianz Trade spodziewa się inflacji na poziomie 2,4%. Dezinflacja będzie kontynuowana, choć w mniejszym tempie, torując drogę do cięć stóp procentowych przez EBC, które rozpoczną się w lipcu

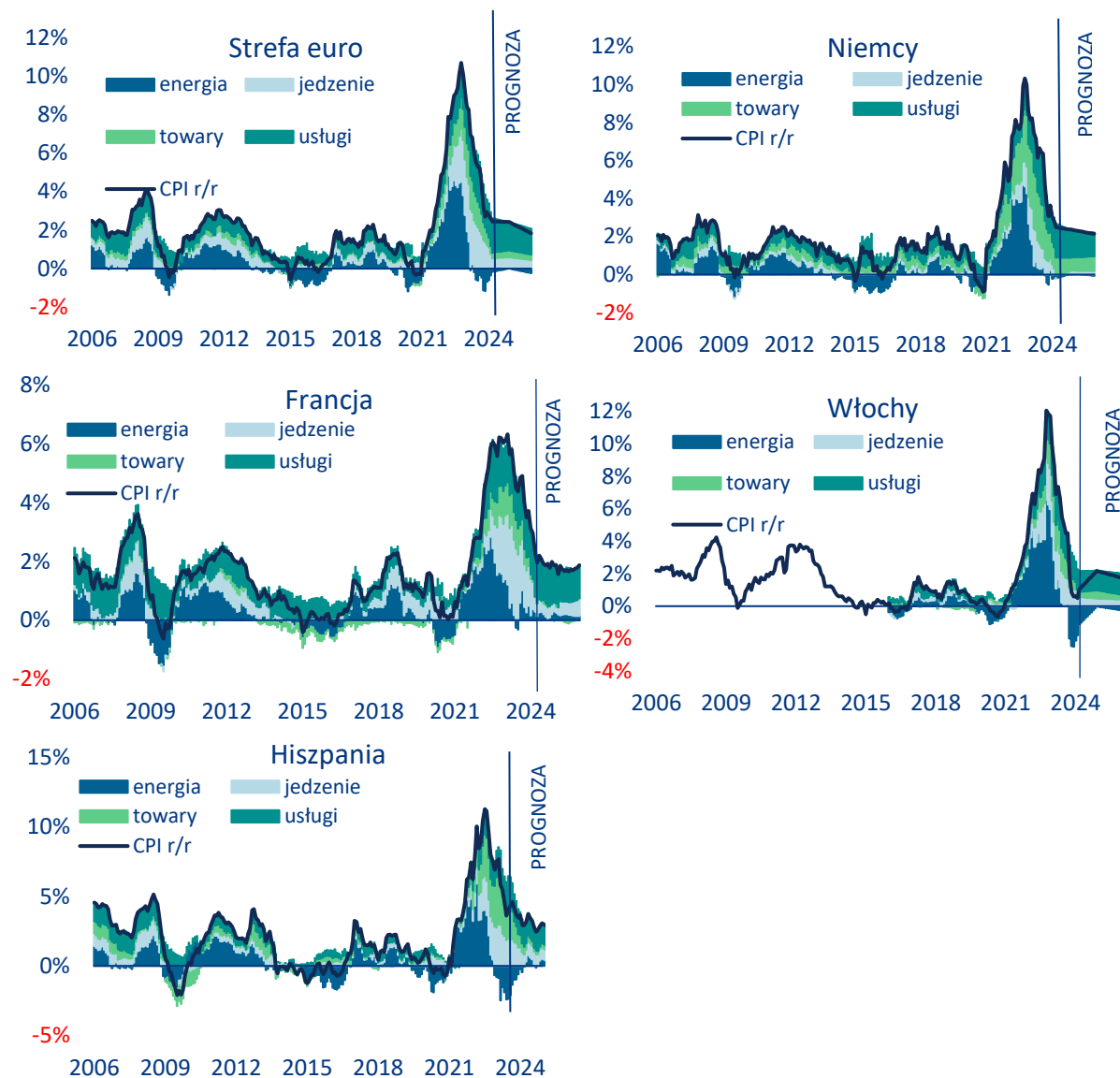
**Inflacja w strefie euro spadła do 2,4% w marcu, ale inflacja usług pozostanie stabilna w przyszłości.** Wstępne szacunki z ubiegłego tygodnia wykazały, że inflacja zasadnicza w strefie euro wyniosła w marcu 2,4% r/r, co oznacza spadek z 2,6% w lutym. Warto zauważyć, że **inflacja bazowa** również spadła z 3,1% do 2,9%, co oznacza **najniższy poziom od początku 2022 roku**. Jednak inflacja w usługach pozostaje stabilna i oczekuje się, że pozostanie kluczowym czynnikiem przyczyniającym się do inflacji w przyszłości (wykres na następnej stronie).

Po pierwsze, ceny w sektorze usług stanowią prawie połowę wagi koszyka konsumpcyjnego. Po drugie, koszty pracy są kluczowym składnikiem cen w sektorze usług i nadal rosną w tempie przekraczającym historyczną średnią (kolejny wykres). W rezultacie firmy z sektora usług nadal zgłaszają silny wzrost cen produkcji, zgodnie z najnowszymi badaniami PMI (ostatnie infografika). Ponadto należy podkreślić, że efekty bazowe nadal odgrywają znaczącą rolę. Podczas gdy skorygowany sezonowo bazowy wskaźnik CPI przestał przyspieszać sekwencyjnie, jego obecny poziom znajduje się powyżej strefy komfortu EBC. W ciągu ostatnich trzech miesięcy annualizowany<sup>1</sup> miesięczny wzrost bazowego CPI wyniósł średnio 3,8%. Inflacja usługowa przyspieszyła nawet do 5,7%

<sup>1</sup> Annualizacja to popularna w Stanach Zjednoczonych przekształcenie danych za jakiś krótki okres (miesiąc, kwartał) w dane całoroczne – czyli ekstrapolacja wyników uzyskanych z jakiegoś okresu na cały rok, prognozą w oparciu o dotychczasowe cząstkowe dane

- najwyższego tempa od roku. Tymczasem duża rozbieżność pomiędzy państwami członkowskimi zwiększa wyzwania stojące w związku z inflacją przed EBC. W marcowym odczycie inflacja zasadnicza wahała się od 0,3% na Litwie do 4,9% w Chorwacji. Dziewięć z 20 krajów wykazuje stopy inflacji powyżej 3%, podczas gdy sześć poniżej 2%.

### Dekompozycja inflacji w strefie euro

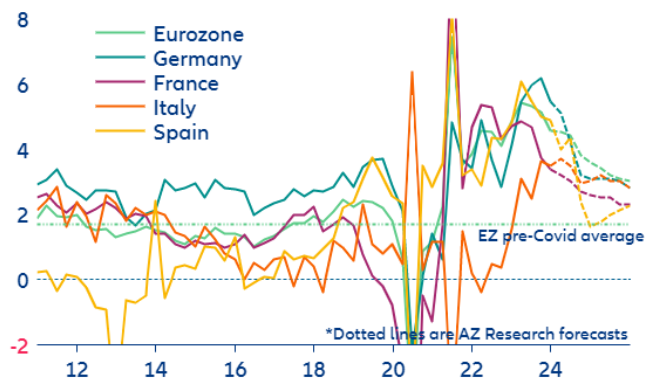


Źródło: LSEG Datastream, Destatis, Insee, Allianz Research. Uwaga: w przypadku Włoch składki według produktów są dostępne od 2016 r.

Doświadczając trendów obserwowanych także w innych gospodarkach strefy euro, Niemcy jednocześnie odczuwają spowolnienie presji inflacyjnej, choć istnieją pewne potencjalne ryzyka wzrostu wynikające z inflacji usług. Prognozuje się, że w marcu 2024 r. stopa inflacji w Niemczech wyniesie 2,2%, w porównaniu z 2,5% w lutym, napędzana głównie przez spadające ceny energii i żywności. Jest to najniższy wynik od kwietnia 2021 r. (2,0%), przy czym ceny energii spadły o -2,7%, a ceny żywności o -0,2%. Istnieją jednak obawy o potencjalną presję na wzrost cen energii, ponieważ podatek VAT na gaz i bezpośrednie ogrzewanie ma zostać znormalizowany z 7% do 19% w kwietniu, co może prowadzić do tymczasowego wzrostu kosztów energii. Jednak ogólnie rzecz biorąc, komponent energetyczny prawdopodobnie obniży inflację w okresie objętym prognozą. Oczekiwać można, że inflacja bazowa osiągnie 3,3%, przy czym ceny dóbr przyczynią się tylko do 1% jej wzrostu, podczas gdy inflacja cen usług wzrosła z 3,4% w lutym do 3,7% w marcu. Pomimo oczekiwań spadku cen wśród firm z branż związanych z konsumpcją, handlem detalicznym i budownictwem, ostatni kilometr przed metą maratonu jest najtrudniejszy, ponieważ presja inflacyjna jest powszechna we wszystkich produktach a jednocześnie

we wszystkich składowych spada już mniej gwałtownie. Komponent usługowy inflacji bazowej okazuje się szczególnie odporny, a dostawcy usług o wysokiej pracochłonności stoją w obliczu presji na wzrost cen z powodu rosnących kosztów wynagrodzeń wynikających z silnych porozumień związkowych. Szerszy trend sugeruje, że w Niemczech inflacja w usługach będzie stopniowo spadać w ciągu najbliższych dwóch lat, ale pozostanie powyżej 3,5% w 2024 r., a następnie obniży się do 3% pod koniec 2025 r. Oczekujemy więc, że powolność tempa spadku inflacji bazowej w Niemczech, napędzanej przez usługi, utrzyma ją na poziomie wyższym niż ogólna stopa inflacji w najbliższej przyszłości.

### Nominalny wzrost płac, kwartalnie r/r w %



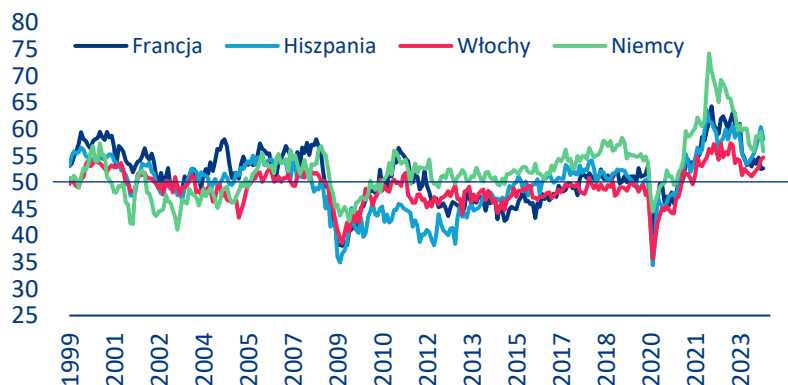
Źródło: LSEG Datastream, Allianz Research

**We Francji, za największą część wzrostu inflacji, bo za jej 2/3 będzie nadal wzrost cen usług.** Inflacja we Francji spadła w marcu bardziej niż oczekiwano, do 2,3% r/r (z 3,0% w lutym i w porównaniu do oczekiwanych 2,5%). Inflacja bazowa spadła o -0,2 punktu procentowego do 2,1%, przy inflacji cen towarów na poziomie 0,1% - najniższym poziomie od 2021 r. - wobec 3% dla usług (-0,2 punktu procentowego). Inflacja żywności spadła znacząco do 1,8% z 3,6%, podczas gdy inflacja energii spadła do 3,4% z 4,3%. Spadek cen gazu i produktów ropopochodnych został skompensowany przez dalsze podwyżki cen energii elektrycznej. Patrząc w przyszłość, Allianz Trade spodziewa się, że inflacja w usługach spowolni do 2,5% w lipcu i ustabilizuje się na tym poziomie do końca roku, ponieważ wzrost płac będzie wolniejszy, ale blisko 4% r/r. **Od IV kwartału 2023 r. jednostkowe koszty pracy były drugim co do wielkości czynnikiem wzrostu inflacji we Francji, zaraz po marżach jednostkowych.** Powinny one w mniejszym stopniu przyczyniać się do inflacji, ponieważ słaby popyt i wysokie zapasy nadal skłaniają wiele przedsiębiorstw z sektora wytwórczego do obniżania oczekiwań cenowych. Zaawansowane badania sugerują, że wszystkie sektory produkcyjne znajdują się w fazie dezinflacji lub deflacji (metale, chemikalia, meble), z wyjątkiem produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych, która pozostaje w fazie inflacji. W sektorze usług większość przedsiębiorstw nadal zamierza dalej podnosić ceny, głównie w obszarach takich jak gastronomia i usługi związane z zakwaterowaniem i turystyką, telekomunikacja i usługi informacyjne, magazynowanie, i transport lotniczy. Ogólnie rzecz biorąc, Allianz Trade spodziewa się, że inflacja we Francji wyniesie średnio 2,2% w 2024 r. i 1,7% w 2025 r.

**Inflacja we Włoszech za marzec pozostaje jedną z najniższych w strefie euro, pomimo wzrostu do 1,3% r/r z 0,8% miesiąc wcześniej.** Bazowa presja cenowa we Włoszech nie różni się od innych gospodarek. Silne ujemne efekty bazowe cen energii słabną (-10,8% r/r z -17,8% w lutym), podczas gdy wzrost cen usług pozostał dość nieustępliwy na poziomie 3,0% r/r (z 2,9% miesiąc wcześniej), rosnąc nawet o +0,4% m/m. W szczególności ceny usług transportowych wzrosły do 4,4% r/r z 3,8% w lutym. Chociaż „lepkie” ceny usług nadal budzą obawy, oczekiwania dotyczące cen sprzedaży w tym sektorze, mierzone przez ESI Komisji Europejskiej, również spadły w marcu (z nowego rekordowego poziomu w lutym od kwietnia 2023 r.). Opóźniony i „łagodniejszy” wzrost płac we Włoszech powinien również pomóc złagodzić dalszą presję na pracochłonny sektor usług. W przeciwieństwie do marcowego trendu w strefie euro, inflacja bazowa we Włoszech wzrosła do 2,4% z 2,3% r/r, odwracając 12 kolejnych miesięcy poprawy (od szczytu 6,3% w lutym 2023 r.). Podsumowując, Allianz Trade spodziewa się, że inflacja usług będzie spadać tylko stopniowo i w znacznym stopniu przyczyni się do inflacji w tym roku (1,3 pp), a ceny żywności pozostaną powyżej celu 2% przez cały rok, podczas gdy ceny energii i towarów będą napędzać ścieżkę normalizacji inflacji.

Oczekujemy, że w Hiszpanii inflacja będzie nadal umiarkowana, zgodnie z tym, co obserwowano już od końca 2023 roku. Jednak stopniowe wycofywanie środków fiskalnych wprowadzonych przez rząd - takich jak obniżki VAT na energię elektryczną, gaz i żywność - zrównoważy ten podstawowy trend. Allianz Trade spodziewa się, że inflacja osiągnie 3,1% w 2024 r., w porównaniu z 3,5% w 2023 r. Należy zauważyć, że inflacja w usługach powinna pozostać łagodna, ponieważ nie widzimy presji ze strony rosnących kosztów wynagrodzeń. Według Banku Hiszpanii, dostępne dane z układów zbiorowych wskazują na obniżenie średniego wzrostu płac uzgodnionego w układach zbiorowych z 3,5% w grudniu 2023 r. do 2,8% w styczniu 2024 r.

#### Wskaźnik PMI dla usług, ceny wyjściowe świadczeniodawców (powyżej 50 = wzrost cen)



Źródła: Markit S&P, Allianz Research

Ogólnie rzecz biorąc, najnowsze dane o inflacji są zgodne z naszym postulowanym od dawna wnioskiem do EBC o obniżenie stóp procentowych, a które rozpocznie się latem tego roku. Dla całej strefy euro wciąż oczekujemy inflacji na poziomie 2,4% w 2024 r. i 2,2% w 2025 r., przy miesięcznych stopach inflacji wahających się między 2,0% a 2,5% do końca roku. EBC dał jasno do zrozumienia, że nie wprowadzi żadnych zmian w polityce pieniężnej przed czerwcem. Do tego czasu Bank strefy będą miał jeszcze trzy odczyty inflacji i jeden kwartalny punkt odniesienia o danych o płacach, aby na ich podstawie móc przekonać się i potwierdzić, że dezinflacja nadal jest na dobrej drodze.

---

#### Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio  
+48 601 056 830  
[grzegorz.blachnio@allianz-trade.com](mailto:grzegorz.blachnio@allianz-trade.com)

#### Kontakt z multiAN PR

Artur Niewrzędowski  
+ 48 509 433 874  
[artur.niewrzedowski@multian.pl](mailto:artur.niewrzedowski@multian.pl)

Oceny te, jak zawsze, podlegają poniższemu zastrzeżeniu.

#### **STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI**

Stwierdzenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą obejmować perspektywy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanym i nieznanym ryzykiem i niepewnością. Rzeczywiste wyniki, wydajność lub zdarzenia mogą się znacznie różnić od tych wyrażonych

lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Takie odchylenia mogą wynikać m.in. z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w zakresie podstawowej działalności Grupy Allianz i na podstawowych rynkach, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynku, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości ubezpieczonych zdarzeń szkodowych, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v

) poziomu uporczywości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakres niewykonania zobowiązań kredytowych, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursy wymiany walut, w tym kurs wymiany EUR/USD, (ix) zmiany przepisów prawa i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływ przejęć, w tym związane z nimi kwestie integracji, oraz środki reorganizacyjne,

a także (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej.

Wystąpienie wielu z tych czynników może być bardziej prawdopodobne lub bardziej wyraźne w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### **BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Firma nie zobowiązuje się do aktualizowania jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem

wszelkich informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade to znak towarowy używany do oznaczania szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.