

## Komentarz makroekonomiczny Głównego Ekonomisty PZU

Marzec 2024 r.

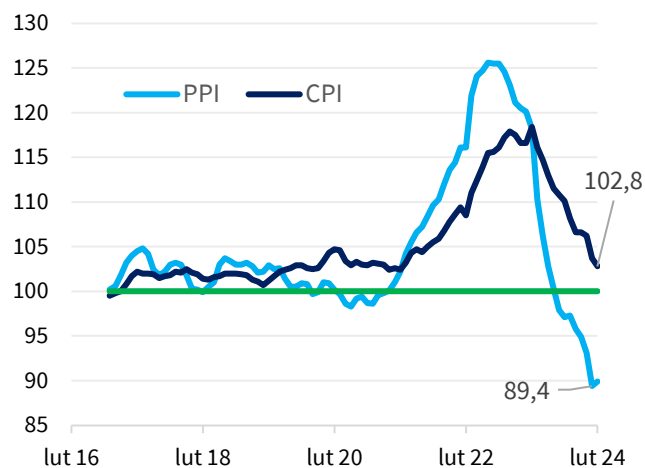


**Po niemal trzech latach inflacja w Polsce wróciła do celu inflacyjnego, choć w drugiej połowie bieżącego roku może znowu przejściowo go przekroczyć. Polacy stopniowo odbudowują w swoich portfelach udział wydatków na rekreację i kulturę oraz restauracje i hotele. Natomiast uporczywość inflacji w strefie euro i USA wskazuje, że skala obniżek stóp procentowych przez Fed i EBC w tym roku może być mniejsza niż rynek zakładał jeszcze na przełomie 2023/2024.**

Prawie trzy lata musieliśmy w Polsce czekać na powrót inflacji do celu NBP rozumianego jako poziom 2,5% z symetrycznym przedziałem odchyień  $\pm 1$  pkt. proc. W lutym CPI r/r spadła do 2,8% (Wykres 1), choć jeszcze przed rokiem była na poziomie 18,4%. Wynik ten był pozytywnym zaskoczeniem. Wprawdzie po niższym od oczekiwań odczycie za styczeń analitycy spodziewali się, że w lutym inflacja w kraju będzie już w celu, ale mediana prognoz wskazywała na 3,2%, tj. o 0,4pp. powyżej tego, co pokazał Główny Urząd Statystyczny (GUS). Przyczyn niespodzianki można doszukiwać się w cenach żywności. W okresie ostatnich 20 lat ponad dwukrotnie częściej rosły one w

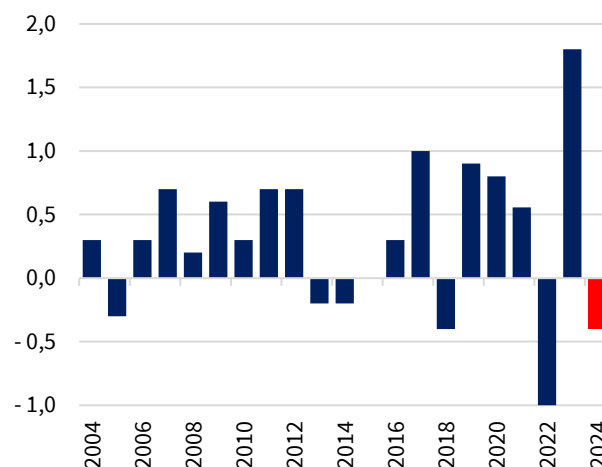
lutym niż spadały (Wykres 2), a średnia miesięczna ich zmiana względem stycznia to w latach 2004-2023 +0,4%. W tym roku ceny żywności w ujęciu miesięcznym spadły o 0,4% i względem ubiegłego roku są już wyższe tylko o 2,7%, a jeszcze w styczniu ta różnica r/r była niemal dwukrotnie większa. Temu silnemu spadkowi sprzyjają tendencje na rynkach globalnych. W lutym indeks cen żywności FAO spadł do 117,3 pkt. (o 0,7% względem poziomu ze stycznia), co było najniższym odczytem od lutego 2021 r. W Polsce te globalne tendencje wzmacnia dodatkowo silniejszy w ostatnich miesiącach złoty i wojna cenowa dyskontów.

Wykres 1: CPI i PPI w Polsce (% r/r)



Szacujemy, że w pierwszym kwartale inflacja CPI w kraju ma szansę spaść w okolice 3,0%, może nawet lekko poniżej. Taki wynik byłoby niższy niż 3,2% przyjęte w centralnej ścieżce najnowszej projekcji NBP dla wspomnianego okresu. Szybkiemu powrotowi inflacji do celu sprzyja utrzymanie zerowych stawek VAT na żywność i zamrożenie cen energii. Najprawdopodobniej jednak, nawet po zapowiedzianym już powrocie od kwietnia 5% stawek VAT na żywność, w drugim kwartale tego roku uda się utrzymać średnią inflację w celu NBP. Większego odbicia CPI można spodziewać się po potencjalnym odmrożeniu cen energii w drugiej połowie roku. Tutaj jednak czekamy na szczegóły

Wykres 2: Zmiana cen żywności w II (% m/m)



decyzji administracyjnych, których skutki dla ścieżki inflacji w Polsce będą wpływały na przyszłe decyzje Rady Polityki Pieniężnej co do ścieżki stóp procentowych.

Wraz z publikacją danych inflacyjnych za luty GUS, jak co roku, w oparciu o wyniki badań budżetów gospodarstw domowych, dokonaliśmy aktualizacji wag w koszyku inflacyjnym przeciętnego Kowalskiego. W strukturze wydatków reprezentatywnego konsumenta w 2023 r. względem 2022 r. wzrósł m.in. udział wydatków na żywność i napoje bezalkoholowe oraz tych na użytkowanie mieszkania i nośniki energii (Wykres 3). Najwyraźniej w roku, w którym

przypadek lokalny szczyt inflacji (przypomnijmy, +18,4% r/r w lutym 2023 r.), w pierwszej kolejności zmuszeni byliśmy pokrywać wydatki podstawowe kosztem tych na odzież i obuwie, wyposażenie mieszkania, edukację, czy łączność. W koszyku CPI spadła też waga wydatków na zdrowie, czemu sprzyjał koniec pandemii i program darmowych leków dla wybranych grup wiekowych. Pomimo wciąż wysokiej inflacji (średnia dla 2023 r. to 11,4%, choć koniec

roku przyniósł tu znaczne spadki), w ubiegłym roku, podobnie jak i w dwóch poprzednich, zdecydowaliśmy się zwiększyć w naszych budżetach udział wydatków na rekreację i kulturę oraz restauracje i hotele. To część usług, która najmocniej odczuła ograniczenia w pandemii. Teraz stopniowo udział wydatków na nie wraca w naszych portfelach do poziomów sprzed lockdownów.

Wykres 3: Wagi wybranych kategorii dóbr i usług w koszyku CPI w Polsce

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023-2022
<b>żywność i napoje bezalkoholowe</b>	24,89	25,24	27,77	26,59	27,01	27,63	0,62
<b>napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe</b>	6,37	6,25	6,91	6,32	5,75	5,66	-0,09
<b>odzież i obuwie</b>	4,94	4,94	4,21	4,47	4,27	3,92	-0,35
<b>użytkowanie mieszkania lub domu i nośniki energii</b>	19,17	18,44	19,14	19,33	19,63	20,43	0,80
<b>wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. dom.</b>	5,70	5,80	5,83	5,71	5,29	4,95	-0,34
<b>zdrowie</b>	5,12	5,29	5,39	5,69	5,71	5,36	-0,35
<b>transport</b>	10,34	9,89	8,88	9,54	9,92	9,24	-0,68
<b>łączność</b>	4,18	4,54	5,00	4,90	4,48	4,27	-0,21
<b>rekreacja i kultura</b>	6,44	6,62	5,78	6,07	6,14	6,26	0,12
<b>edukacja</b>	1,07	1,15	1,02	1,16	1,21	0,91	-0,30
<b>restauracje i hotele</b>	6,20	6,12	4,56	4,77	5,11	5,60	0,49
<b>inne towary i usługi</b>	5,58	5,72	5,51	5,45	5,48	5,77	0,29

Kierunek zaskoczeń inflacyjnych w Polsce w ostatnich miesiącach jest podobny do tego, jaki widzimy w innych krajach regionu, które przed rokiem notowały szczyty inflacyjne. W lutym CPI w Czechach spadła do 2,0% r/r, na Węgrzech do 3,7%. Prognozy wskazywały na odpowiednio 2,2% i 4,0%. Nieco inaczej jest w największych gospodarkach jak strefa euro czy USA, gdzie odczyty inflacji zaskakują w górę. W lutym inflacja HICP w eurozonie spadła wprawdzie z 2,8% r/r do 2,6%, ale mediana prognoz rynkowych wskazywała na spadek inflacji do 2,5%. W tym samym okresie inflacja CPI w USA wzrosła do 3,2%, przy prognozie jej stabilizacji na 3,1%. Czesi i Węgrzy będą najprawdopodobniej kontynuować

rozpoczęte obniżki stóp procentowych. W marcu Czeski Bank Narodowy obniżył stopę repo o kolejne 50pb, do 5,75%. W przypadku Węgier, skalę cięcia stóp poznamy w tym tygodniu, na razie to wciąż 9,0%, choć w połowie roku pewnie stopy spadną do w ok. 6-7%. Na ciecie kosztu pieniądza przez Fed i EBC możemy poczekać do lata, ale z uwagi na uporczywość inflacji na ostatniej prostej, łączna jego skala w tym roku, tak jak przewidywaliśmy, może być znacznie niższa niż wyceniane przez rynek na przełomie 2023/2024 ok. 150pb. Fed to już zresztą zasugerował w marcowej aktualizacji oczekiwań członków FOMC co do przyszłej ścieżki stóp procentowych w USA.

## **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 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, in.pzu.pl