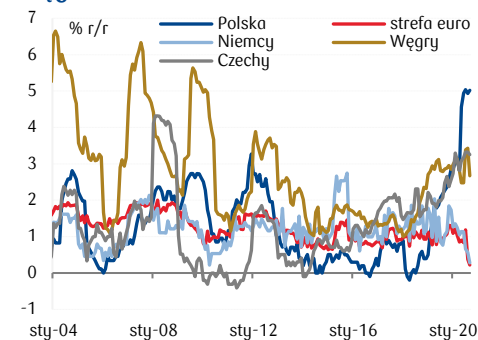


Inflacja po czasach pandemii

- Inflacja budzi niemałe kontrowersje w wielu aspektach, m.in. sposobu pomiaru, faktycznego poziomu, czy przejrzystości danych inflacyjnych. W tym raporcie dotykamy kwestii technicznych (np. analizujemy, jak duży wpływ na inflację ma konstrukcja inflacyjnego koszyka statystycznego konsumenta) oraz rozważamy, jakie procesy determinują inflację w trakcie pandemii oraz będą ją kształtować, gdy pandemia wygaśnie.
- Stworzony przez nas koszyk inflacyjny w oparciu o dane na temat transakcji realizowanych kartami PKO Banku Polskiego, pokazuje, że w trakcie obowiązywania najostrejszych antyepidemicznych restrykcji w konsumpcji wyraźnie wzrósł udział żywności, napojów, alkoholu i wyrobów tytoniowych (jedna kategoria) kosztem odzieży oraz wydatków na hotele i restauracje. Wbrew częstym zarzutom, „prawdziwa” inflacja w okresie pandemii najprawdopodobniej jest więc niższa niż oficjalna miara GUS.
- W raporcie zidentyfikowaliśmy czynniki, które będą determinowały inflację w najbliższych latach, m.in. procesy demograficzne, migracje, zmiany zamożności społeczeństwa, transformacja energetyczna, wojny handlowe, *nearshoring*, czy kształt polityki redystrybucyjnej państwa. W połączeniu z procesami uruchomionymi w trakcie pandemii (w szczególności z ogromną ekspansją fiskalną i monetarną), uważamy, że w najbliższych latach po pandemii inflacja może utrzymywać się na ponadprzeciętnie wysokim poziomie (wyższym niż średnia z ostatnich dwóch dekad).

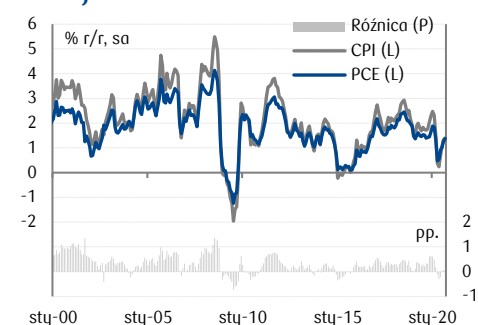
Inflacja jest zjawiskiem, które przyciąga wiele uwagi, a w szczególności dzieje się to wtedy, gdy odbiega od „normy”, czyli wyznaczonego przez banki centralne optymalnego poziomu. Nie inaczej jest obecnie. Gospodarki zachodniej Europy od dłuższego czasu bezskutecznie walczą z trendami dezinflacyjnymi (deflacyjnymi), poszukując metod rozbudzenia inflacji. W Polsce i państwach naszego regionu odnotowujemy tymczasem podwyższoną dynamikę cen, która bardzo opornie zbiega do celu banku centralnego. Najjaskrawiej te kontrasty widać przy porównaniu bazowej inflacji HICP, która we wrześniu wzrosła w Polsce do 5,0% r/r,

Inflacja bazowa HICP w Polsce, Niemczech, strefie euro, Czechach i na Węgrzech



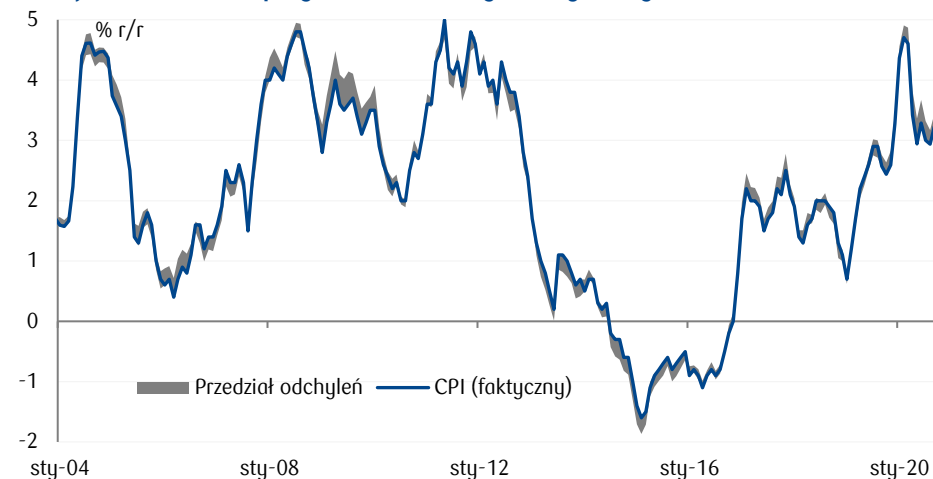
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI i PCE w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Polsce przy założeniu stałych wag koszyka z lat 2000-2019



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski.

podczas gdy w strefie euro spadła do najniższego poziomu w historii, tj. 0,2% r/r, a kolejne miesiące najpewniej przyniosą jej spadek poniżej zera.

Rozdźwięk pomiędzy odczytami inflacji a jej pożądanym poziomem rodzi pytania o czynniki makroekonomiczne, które inflację determinują (poświęcamy im drugą część naszego raportu), ale także pytania o technalia – czy właściwie mierzymy inflację i czy odzwierciedla ona faktyczne procesy cenowe zachodzące w gospodarce. Tą techniczną stroną zajmiemy się najpierw.

Koszyki inflacyjne

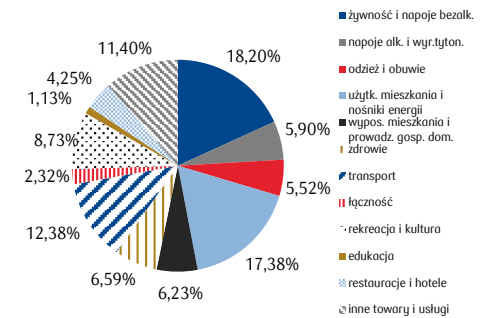
W odniesieniu do inflacji niemałe kontrowersje budzi już to, czy uwzględni ona odpowiednią strukturę konsumpcji. W dyskursie publicznym często pojawiają się stwierdzenia, że „prawdziwa” inflacja jest kilka razy wyższa, niż podaje urząd statystyczny, bo uznaje się, że nie uwzględniono właściwego koszyka konsumenta. Pomiar cen dokonywany jest zgodnie z ustalonymi i ściśle przestrzeganymi zasadami, a to, co może różnić poszczególne wskaźniki inflacji to: 1) rodzaje i udział konkretnych dóbr (towarów i usług) w koszyku konsumenta lub producenta; 2) częstotliwość, z którą stosowane do wyliczenia inflacji wagi poszczególnych towarów i usług są dostosowywane do zmian zachodzących w faktycznej strukturze konsumpcji. Widać to najlepiej w USA (por. wykres na marginesie), gdzie dwie podstawowe miary różni częstotliwość weryfikacji koszyka: roczna w CPI oraz miesięczna w PCE (oraz kwestie związane z liczeniem indeksu, których w tym materiale nie będziemy poruszać).

Nawet w przypadku wag wyliczanych corocznie, ale wg innej klasyfikacji, jak w przypadku HICP i CPI dla Polski, widać istotne rozbieżności, manifestujące się chociażby tym, że przykładowo wg koszyka CPI usługi bankowe odpowiadają za 0,05% wydatków polskich konsumentów, a wg HICP za 2,1%. Same wagi ulegają również zmianom w czasie, co nie powinno dziwić, zważywszy, że wraz ze wzrostem zamożności, społeczeństwa zmieniają swoje nawyki i strukturę popytu (najlepiej widać to po malejącym w Polsce udziale żywności w strukturze koszyka inflacyjnego, a także po rosnącym udziale usług kosztem towarów). Zmiany te mogą mieć wpływ na dynamikę cen, chociażby ze względu na większą zależność cen usług od (rosnących) kosztów pracy i ze względu na mniejszy wpływ, jaki wywiera na nie (co do zasady deflacyjna) globalizacja. W Polsce w ostatnim czasie niebagatelną rolę w kształtowaniu inflacji odgrywają także ceny administrowane, co pokazuje, że znaczenie dla inflacji mają również rola państwa w gospodarce, zmiany regulacyjne (np. wymogi ochrony środowiska) oraz zmiany popytu na usługi publiczne. Jak pokazał wykres na poprzedniej stronie, zmiany te, chociaż mają wpływ na samo tempo wzrostu cen, to nie zmieniają kierunku inflacyjnych trendów.

Alternatywne miary inflacji

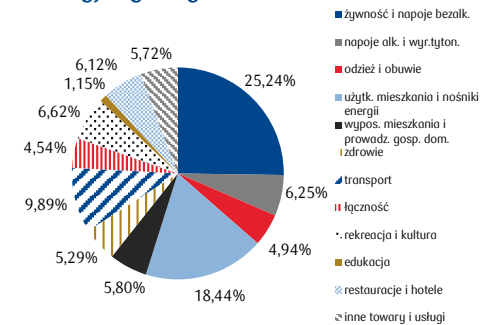
Polityka pieniężna nie ma wpływu ani na ceny żywności czy paliw, ani na ceny administrowane. **Identyfikacja kategorii, na które bank centralny nie ma wpływu** (albo jest on znikomy) stała się popularna w latach 70-tych, gdy amerykańska Rezerwa Federalna wyłączyła z analizowanego koszyka inflacyjnego gwałtownie rosnące po kryzysie naftowym ceny paliw (tworząc pierwszą miarę inflacji bazowej). Proces ten widoczny był również w Polsce, a jego elementem jest publikacja przez NBP aż czterech miar inflacji bazowej (po wyłączeniu cen żywności, paliw i energii; po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych, po wyłączeniu cen administrowanych oraz po wyłączeniu 15% produktów, których ceny najbardziej rosły lub najbardziej malały w danym miesiącu). **O ile z historycznego punktu widzenia banki centralne „okrajają” koszyki inflacyjne, żeby pokazać argumenty za brakiem presji**

Struktura polskiego koszyka inflacyjnego wg Eurostat



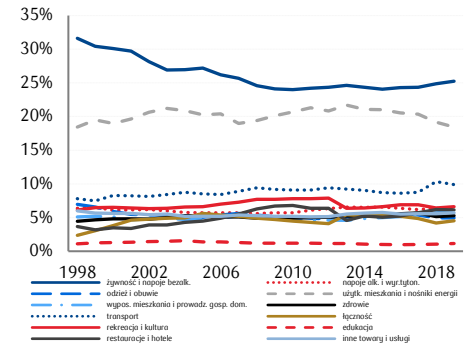
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Struktura polskiego koszyka inflacyjnego wg GUS



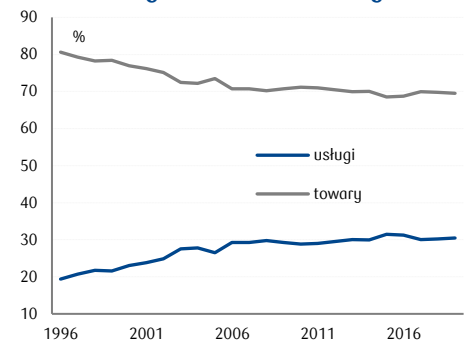
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Zmiany wag koszyka GUS



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Udział usług i towarów w koszyku HICP



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

inflacyjnej, o tyle obecnie coraz bardziej zauważalne w gospodarkach rozwiniętych jest jeszcze większe „okrajanie koszyków” (na przykład o kombinacje cen żywności, paliw, energii i cen administrowanych), aby pokazać, że jednak ta inflacja (tzw. fundamentalna presja inflacyjna) gdzie się tli.

Jedną z miar inflacji bazowej jest skonstruowana przez nas tzw. „superbazowa” inflacja HICP (*supercore* HICP). Naszym celem było stworzenie miary ściśle odzwierciedlającej reakcje cen na fundamentalne procesy ekonomiczne w krajowej gospodarce i w tym celu obok cen żywności, paliw, energii oraz cen administrowanych wyłączyliśmy z analizy ich pochodne, m.in. usługi transportowe, ochronę społeczną, leki oraz usługi szpitalne. **W przypadku Polski ta miara na długo przed wybuchem pandemii wskazywała na narastanie presji inflacyjnej, a po wybuchu pandemii jeszcze przyspieszyła.**

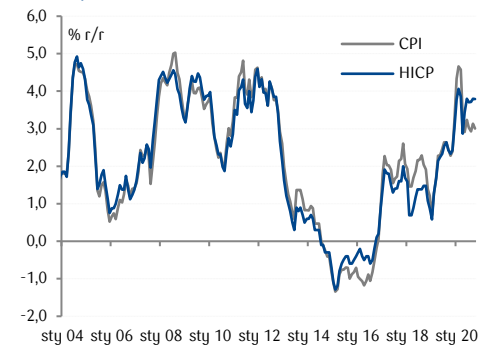
Okrajanie koszyków inflacyjnych nie jest jedyną strategią poszukiwania jak najbliższej „prawdzie” miary trendów inflacyjnych. Brytyjski urząd statystyczny publikuje od kilku lat miarę inflacji CPI-H rozszerzając tradycyjną inflację o koszty posiadania, utrzymania i życia we własnym domu oraz lokalne podatki pobierane na usługi komunalne. Bezpośrednio po globalnym kryzysie finansowym popularnością cieszyły się nawoływania do włączenia do pomiaru inflacji cen mieszkań (lub ogólniej – cen aktywów). Okazało się to jednak zbyt skomplikowanym przedsięwzięciem. Niemniej nie wolno zapominać, że o ile z historycznego punktu widzenia ekspansja monetarna niemal zawsze prowadziła do inflacji konsumenckiej, o tyle w ostatnich 20 latach częściej prowadzi do inflacji cen aktywów (w tym finansowych). Nie można również wykluczyć, że wynikający z niej wzrost nierówności gospodarczych, który stymuluje popyt na specyficzne dobra (luksusowe) również prowadzi do nieco wyższej inflacji konsumenckiej. Udział tej konsumpcji w całym koszyku inflacyjnym jest jednak bardzo znikomy.

Pandemiczny koszyk inflacyjny – co o inflacji mówią dane kartowe?

Skład koszyka inflacyjnego zaczął budzić kontrowersje w Polsce wraz z tym jak pandemia i związane z nią obobstrzenia wymiennie wpłynęły na strukturę dokonywanych przed gospodarstwa domowe wydatków. Głównym zarzutem (a jednocześnie źródłem niepewności) wysuwany wobec publikowanych obecnie przez GUS danych jest to, że faktyczne udziały poszczególnych kategorii towarów i usług w koszyku inflacyjnym uległy silnym zmianom, które nie są przez GUS uwzględniane. To w rezultacie oznacza, że podawane miary inflacji (oparte na ubiegłorocznej strukturze konsumpcji) nie odzwierciedlają pandemicznej rzeczywistości i (wg niektórych) prowadzą do zaniżenia „prawdziwej” inflacji. Aby to zweryfikować postanowiliśmy wykorzystać zanonimizowane i zagregowane dane kartowe dostępne w PKO BP. Oczywiście powyższa metoda nie jest doskonała, gdyż część płatności dokonywanych jest gotówką bądź przelewem (w szczególności w przypadku stałych opłat). Jednocześnie na podstawie płatności w sklepie nie jesteśmy w stanie zidentyfikować, czy klienci kupowali chleb, mąkę, mięso, owoce, czy może alkohol. Wobec powyższego podchodzimy do otrzymanych wyników z odpowiednią dozą rezerwy, ale po dokonaniu kilku korekt (m.in. uwzględnienie wag z koszyka GUS dla kategorii, w których udział przelewów i płatności gotówkowych jest tradycyjnie bardzo wysoki, np. użytkownika mieszkania, opłat za energię, opłat RTV, telekomunikacyjnych, czy płatności za usługi edukacyjne) możemy wyciągnąć pewne ciekawe wnioski co do pandemicznych zmian w koszyku inflacyjnym.

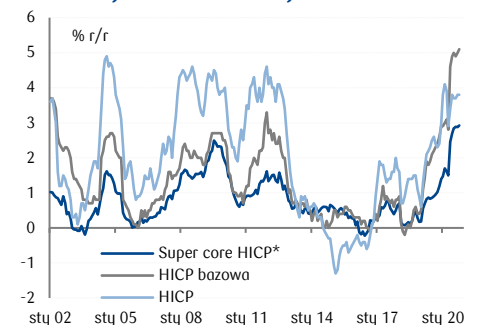
Po pierwsze, stworzyliśmy bazujący na danych kartowych koszyk inflacyjny. Co do zasady jest on bardzo podobny do koszyka GUS (grupujemy w nim wydatki na

Inflacja CPI i HICP w Polsce



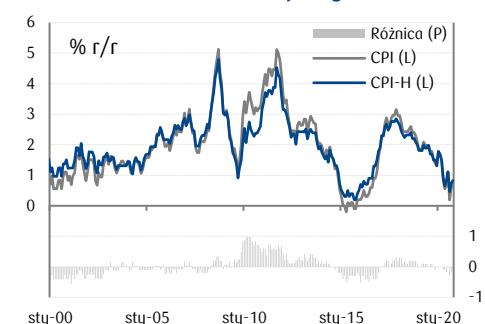
Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski.

Inflacja „superbazowa” HICP* w Polsce vs inflacja HICP i inflacja bazowa HICP



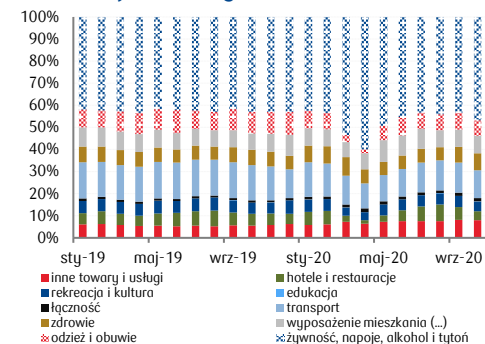
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. * Inflacja HICP z wyłączeniem cen żywności, paliw, energii, cen administrowanych, usług transportowych, ochrony społecznej, usług szpitalnych i leków.

CPI-H vs CPI w Wielkiej Brytanii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Koszyk inflacyjny na bazie struktury transakcji kartowych PKO BP*



Źródło: PKO Bank Polski. *Brakuje użytkownika mieszkania i nośników energii. Zauważalny jest bardzo niski udział edukacji oraz dużo niższy łączności. W ww. kategoriach dominują przelewy i płatności gotówkowe.

żywność, napoje, alkohol i tytoń - nie jesteśmy ich w stanie wyodrębnić w oddzielne kategorie na podstawie posiadanych danych, gdyż zazwyczaj dokonywane są w tych samych sklepach). Zauważalne różnice wynikają zapewne z faktu, że w przypadku zakupów odzieży preferowaną metodą płatności jest karta (to zawsze wagę tej kategorii w naszym koszyku), natomiast w przypadku transportu część dokonywanych zakupów na stacjach paliw (spożywczo-alkoholowych) powinna być przeklasyfikowana do innych kategorii (my rozróżniamy tylko miejsce płatności, a nie nabywany towar, czy usługę). W związku z tym, ponieważ traktujemy zakupy na stacjach jako „wydatki na paliwo” podbija to udział transportu w całym koszyku. Po drugiej stronie szali znajdują się te kategorie, które mają potencjalnie zaniżone wagi, takie jak branża hotelarska i gastronomiczna (w nich zakładamy większy udział płatności gotówkowych, stąd w strukturze danych kartowych ich waga jest mniejsza), łączność, edukacja oraz rekreacja i kultura.

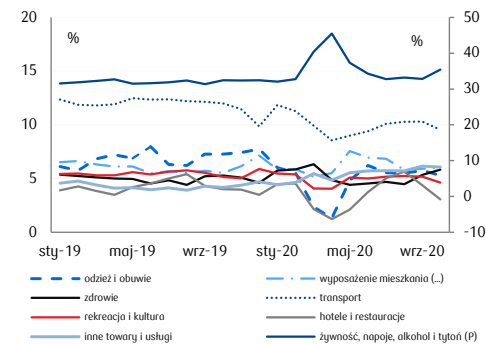
Po drugie, porównaliśmy, jak skład naszego kartowego koszyka zmieniał się w kolejnych miesiącach 2020. **Począwszy od wybuchu pandemii w Polsce (marzec) zmiany w strukturze konsumpcji są dość wyraźne.** Spadły zakupy odzieży i obuwniczej oraz części usług (ze względu na ich zamknięcie). W naszym koszyku wyraźnie wzrósł natomiast udział żywności. Poluzowanie restrykcji w wakacje doprowadziło do normalizacji struktury konsumpcji, ale nawrót pandemii jesienią (dostępne dane obejmują cały październik) przełożył się na powrót do trendów krótkoterminowych z wiosny.

Uzyskane wyniki są spójne z analogiczną [analizą](#) przeprowadzoną przez ekonomistów EBC dla strefy euro. Mamy jednak odmienne wnioski co do wpływu opisywanych zmian na wysokość inflacji. Wynika to z relacji tempa wzrostu cen żywności do innych kategorii. Rosnący udział żywności w koszyku wraz z malejącym tempem wzrostu jej cen (wygasanie bazy statystycznej wywołanej w ubiegłym roku przez rosnące ceny wieprzowiny - skutek wybuchu ASF w Chinach - oraz letni nieurodzaj) doprowadził nas do wyniku, że w rzeczywistości inflacja w Polsce mogła być niższa niż wg oficjalnego wskaźnika podawanego przez GUS. Jest to więc wniosek sprzeczny z zarzutami o „zaniżanie” inflacji. Jednocześnie prowadzi on do konkluzji, że **rewizja koszyka na początku przyszłego roku stworzy dodatkową, niższą bazę statystyczną pod przyszłoroczne wskazania inflacji mierzonej przez GUS.** Jest to kolejny argument przemawiający za wyższą (od wcześniejszych oczekiwań) inflacją w średnioterminowej perspektywie (kolejne kwartały 2021).

Procesy inflacyjne w trakcie pandemii

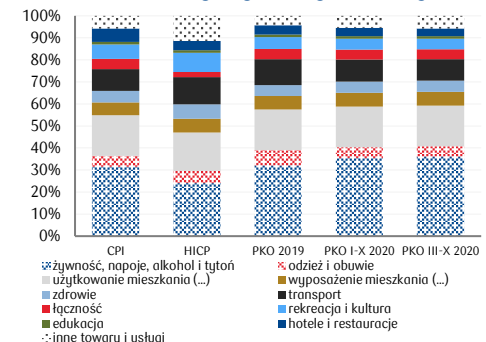
Według powszechnych oczekiwań, pandemia - poprzez gwałtowny spadek popytu i powstanie luki popytowej - miała się przełożyć na wyraźny spadek inflacji. Taki scenariusz, chociaż przy niemałym udziale obniżek podatków, realizuje się w strefie euro. W Polsce nie tylko nie doszło do tąpnięcia inflacji, ale inflacja bazowa wspięła się wręcz na poziomy niewidziane od blisko 20 lat. Bank Anglii (na przykładzie Wielkiej Brytanii) tłumaczy „uporczywość” inflacji większą **oddolną sztywnością cen usług.** Po pierwsze ich ceny zmieniają się wg jego ekonomistów dużo rzadziej niż ceny towarów, a po drugie w zasadzie tylko w jedną stronę (wzrostową). Analiza szczegółowych danych HICP dla polskiego koszyka inflacyjnego wspiera wnioski z ww. analizy. Warto również zwrócić uwagę, że w rzeczywistości luka popytowa i luka popytowa oparta na spadku konsumpcji towarów diametralnie różni się od luki popytowej opartej na spadku konsumpcji usług. Podstawowa różnica sprowadza się do możliwości (lub jej braku) budowania zapasów. Spadek popytu na towary buduje zapasy, których utrzymanie kosztuje, tworząc presję na ich szybsze zbycie - zapewne po niższej cenie. Zaburzenia popytowe towarów (np. przerwanie

Zmiany struktury koszyka inflacyjnego PKO BP



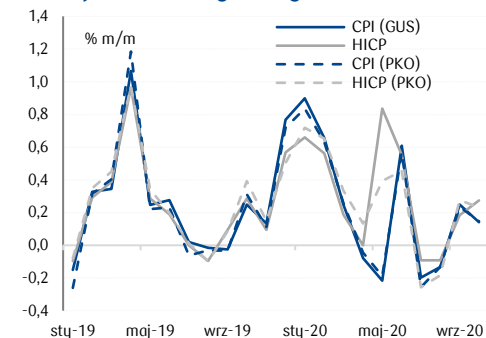
Źródło: PKO Bank Polski.

Porównanie wag wg różnych koszyków



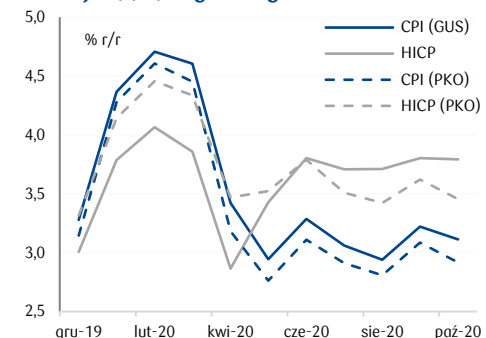
Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski. Zsumowano żywność i napoje bezalkoholowe oraz alkohol i wyroby tytoniowe z uwagi na niemożliwość ich rozróżnienia w danych kartowych. Z uwagi na specyfikę płatności w edukacji, łączności oraz użytkowaniu mieszkania i nośnikach energii (dominacja płatności gotówkowych i przelewów), przyjęto wagi GUS. Rekreacja i kultura została dostosowana o dominującą rolę przelewów i płatności gotówkowych w opłaceniu abonamentów RTV i założenie nt. udziału tych transakcji w turystyce.

Inflacja (m/m) wg różnych miar



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski.

Inflacja (r/r) wg różnych miar



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski.

łańcuchów dostaw, jak to miało miejsce wiosną) dzięki zapasom dopiero po pewnym czasie przekładają się na faktyczną dostępność produktu (reakcja ceny jest wolniejsza). W przypadku usług nie mamy do czynienia z takimi sytuacjami, a przykład turystyki krajowej pokazał, że podaż usług jest na tyle sztywna, że nie można jej rozszerzyć w przypadku skokowego wzrostu popytu (po uwolnieniu ograniczeń przeciwpandemicznych). Pozostają jedynie dostosowania cenowe – zazwyczaj w górę.

Kryzys pandemiczny różni się tym (przynajmniej w Europie) od swoich poprzedników, że tym razem reakcja polityki fiskalnej była szybka i zazwyczaj bardzo silna, a to wszystko w celu ochrony miejsc pracy. W takich warunkach w Polsce i w większości państw Europy nie doszło do gwałtownego wzrostu bezrobocia. Tym samym charakterystyczna zazwyczaj dla okresów recesji presja na spadek wynagrodzeń również się nie zmaterializowała. To znacząco ogranicza przestrzeń do spadku cen usług, dla których cena pracy jest kluczowym komponentem kosztowym.

Wielką niewiadomą związaną z kryzysem koronawirusowym jest reakcja gospodarstw domowych (z których wiele, dzięki ograniczonej konsumpcji, zgromadziło dodatkowe oszczędności), na pełne zniesienie przeciwepidemicznych restrykcji i powrót gospodarki do normalności. Aby zrozumieć mechanizmy, które mogą zadziałać, warto prześledzić czego uczy nas historia gospodarcza, ale nie tyle po kryzysach finansowych (te głównie wiązały się z delewarowaniem, a narastanie oszczędności było zastępowane przez spłacanie długu), ale po wojnach, podczas których 1) zmniejszona dostępność towarów na skutek przesuwania mocy produkcyjnych do przemysłu zbrojeniowego, prowadziła do niedopasowania pomiędzy popytem a podażą, 2) przymusowe oszczędności, które w ten sposób się tworzyły generowały wzrost cen po powojennym ich uwolnieniu.

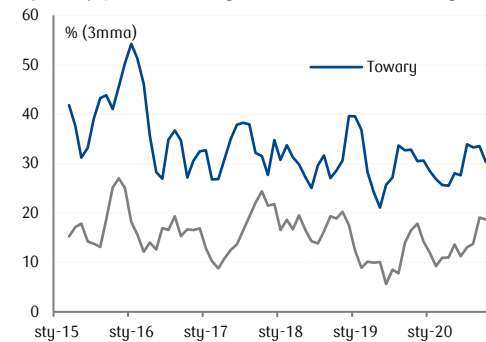
Oczywiście, koronawirus to nie wojna, ale szereg działań związanych z jego zwalczaniem, m.in. odgórne zamykanie niektórych usług, czy ograniczenia w dostępie do sklepów, wraz z ogromną skalą stymulacji fiskalnej, **prowadzą do wzrostu stopy oszczędności (w skali makro), która dodatkowo jest wspierana przez działania pomocowe rządów (najlepiej pokazuje to przykład USA).** Ten wzrost stopy oszczędności następuje (w skali mikro) głównie wśród bogatszej części społeczeństwa, której popyt w większym stopniu oparty jest na usługach.

Bieżącemu kryzysowi pandemicznemu towarzyszy również szeroko zakrojona ekspansja monetarna banków centralnych, objawiająca się w wyraźnym przyspieszeniu tempa wzrostu podaży pieniądza. Ekspansja ta w wielu przypadkach (w szczególności gospodarek rozwijających się) finansuje stymulację fiskalną władz publicznych. Analiza porównawcza zmian w podaży pieniądza i inflacji dla wszystkich państw świata w latach 1960-2019 sugeruje, że jeżeli za wzrostem podaży pieniądza nie idzie (w parze) wzrost produktywności, prowadzi to do zwiększenia natężenia procesów inflacyjnych. O ile w przypadku kierowania programów QE do sektora finansowego, ta inflacja może przybrać formę wzrostu cen aktywów, o tyle finansowanie wydatków publicznych, z jakim mamy obecnie do czynienia na świecie, oznacza, że środki z QE pośrednio trafiają do podmiotów gospodarczych rozlewając się po całej gospodarce. Sugeruje to istotny potencjał do wzrostu inflacji po „uwolnieniu” podaży towarów i usług.

Co z inflacją po pandemii?

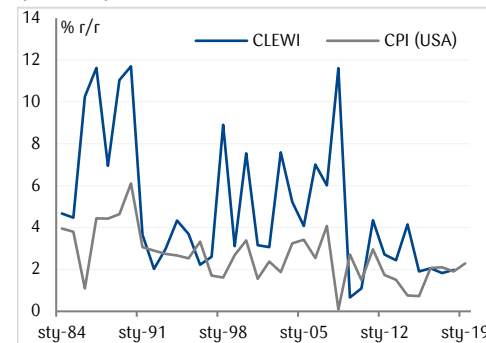
Poza pandemiczną polityką gospodarczą i ww. kwestią zmian w koszyku inflacyjnym można zidentyfikować szereg strukturalnych czynników, które w najbliższych latach

Udział towarów/usług, których ceny spadają m/m w ogóle towarów/usług



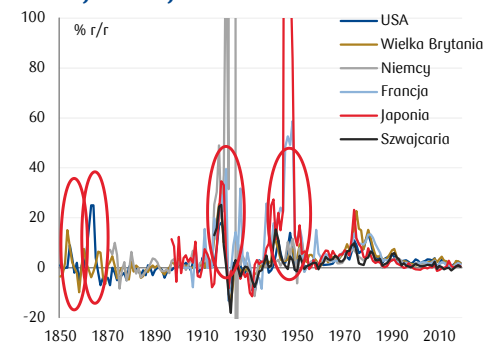
Źródło: HICP, PKO Bank Polski.

Cost of Living Extremely Well Index (CLEWI) vs CPI w USA



Źródło: Macrobond, Forbes, PKO Bank Polski.

Inflacja a wojna



Źródło: Macrobond, ONS, BLS, picketty.pse.ens.fr, PKO Bank Polski. Zaznaczone: wojna krymska, wojna secesyjna, I i II Wojna Światowa.

będą wywierać znamienne wpływy na kształt procesów inflacyjnych. Są to m.in. zmiany demograficzne, migracyjne, zmiany zamożności społeczeństwa, transformacja energetyczna, wojny handlowe, *nearshoring*, czy kształt polityki redystrybucyjnej państwa.

Najważniejszą zmianą jaka czeka polską gospodarkę i społeczeństwo w najbliższych latach są procesy demograficzne. W ciągu kolejnych 5 lat przybędzie nam (wg prognoz ONZ z 2019) 1,05 mln osób w wieku emerytalnym (65+), podczas gdy liczba ludności w wieku produkcyjnym (18-65) skurczy się o 1,4 mln, co będzie szczególnie widoczne w grupach wiekowych między 20 a 40 rokiem życia (-1,5 mln osób). **Taka zmiana ma fundamentalne znaczenie dla strony podażowej gospodarki.** Mniejsza liczba pracujących (*ceteris paribus*) będzie skutkowałą wzrostem płac, co z kolei dla pracodawców oznacza wybór pomiędzy podwyższaniem cen swoich towarów / usług, a pogorszeniem rentowności. Czynnikiem neutralizującym takie zmiany byłby silny wzrost wydajności pracy, ale to wymaga m.in. nakładów inwestycyjnych i rozbudowy kapitału intelektualnego. Charakter zmian podażowych wskazuje więc na potencjalną średnioterminową presję inflacyjną.

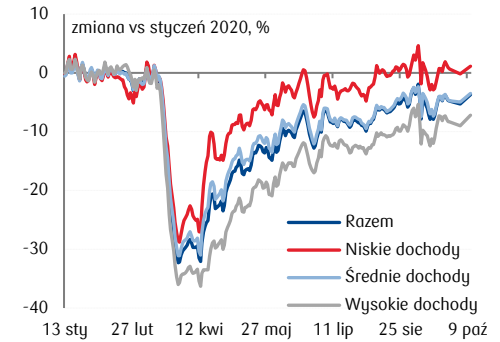
Starzejące się społeczeństwo oznacza także zmiany po stronie popytowej: **1) preferencji** (starsi konsumują inne grupy dóbr niż młodzi, w większym stopniu konsumują także usługi niż towary) oraz **2) w relacji między oszczędnościami a konsumpcją.** Starzenie się społeczeństwa podniesie popyt na usługi (w szczególności zdrowotne i opiekuńcze), a obniży popyt na towary (zarówno FMCG, jak i trwałego użytku). Tu charakter zmian także zapowiada więc proinflacyjne oddziaływanie. Niejasna jest jednak równowaga, jaka zaistnieje pomiędzy starszym (coraz liczniejszym) pokoleniem, które będzie konsumowało swoje oszczędności, a młodymi ludźmi (w rzeczywistości – ludźmi w średnim wieku, bo to ci głównie oszczędzają), którzy w obliczu przesuwania się w przyszłość emerytury będą musieli więcej oszczędzać (a więc ograniczać swoją bieżącą konsumpcję).

Część zmian demograficznych może zostać zatarta przez procesy migracyjne, zarówno wewnętrzne (przekładające się na większy popyt na wyposażenie mieszkań), jak i zewnętrzne (odmładzające strukturę społeczną, a więc i strukturę popytu na towary i usługi). Z pierwszym typem migracji związany jest także trend w **zmniejszaniu wielkości gospodarstw domowych** (a także liczby pokoleń mieszkających „pod jednym dachem”). Oznacza on, że pomimo spadku liczby ludności rosta będzie liczba gospodarstw domowych (wg szacunków GUS z 2016 jeszcze o 0,5 mln do 2025 i kolejne 0,4 mln do 2030). Wraz z napływem migrantów może to potencjalnie zwiększyć popyt na wyposażenie mieszkań, ale także na wszelkie usługi związane z ich użytkowaniem (w tym przede wszystkim koszt najmu).

Wzrost inflacji może być również wspierany przez **odłożony popyt**, a także **stymulację monetarną** (pod warunkiem, że niskie stopy procentowe będą utrzymane przez lata) i **fiskalną** (związaną m.in. z Programem Odbudowy UE). Podobnie może oddziaływać efekt majątkowy związany ze wzrostem cen nieruchomości (połączenie ultraniskich stóp procentowych ze wzrostem popytu na mieszkania). Z drugiej strony, środowisko niskich stóp procentowych (poprzez wzrost bodźców do zakupu aktywów finansowych) może prowadzić do **spadku prędkości obiegu pieniądza** (ponieważ część podaży pieniądza będzie „zamrożona” w mniej płynnych instrumentach), a tym samym ograniczać proinflacyjny wpływ ekspansji gospodarczej.

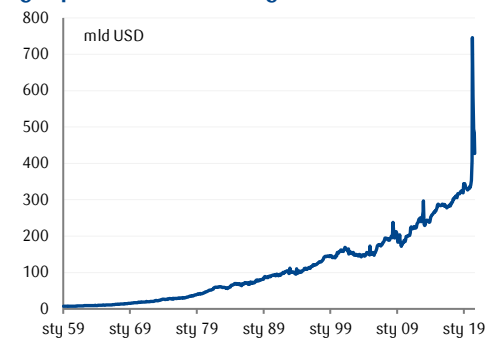
Wzrost zamożności społeczeństwa (oraz nieunikniona **transformacja energetyczna**) mogą oznaczać **wyższe obciążenia fiskalne**, w tym poprzez koszt

Wydatki gospodarstw domowych w USA wg grupy dochodowej



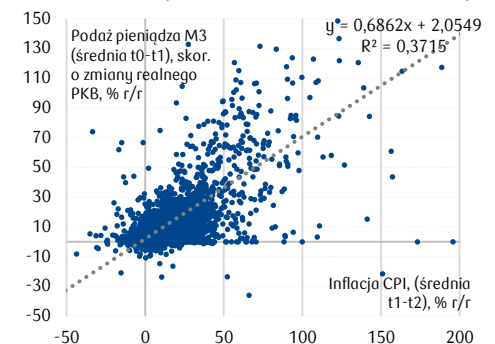
Źródło: tracktherecovery.org, PKO Bank Polski.

Oszczędności (miesięczne) gospodarstw domowych w USA



Źródło: BLS, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI (średnia w okresach t1-t2) a zmiany podaży pieniądza ponad wzrost PKB (średnia w okresach t0-t1)



Źródło: Bank Światowy, MFW, PKO Bank Polski. Dane roczne za lata 1960-2019 dla całego świata.

usług publicznych (ogólniej – cen administrowanych), co także oddziałuje proinflacyjnie. Rosnący (na świecie) udział odnawialnych źródeł energii, w połączeniu z prawdopodobnym dalszym odkrywaniem źródeł konwencjonalnych surowców, może się przekładać na **spadek cen paliw kopalnych**. Zakładając jednak, że władze będą prowadziły działania zmierzające do ograniczenia wykorzystania konwencjonalnych źródeł energii prawdopodobne jest wprowadzanie nowych opłat (jak np. na silniki spalinowe, czy używane samochody), które będą nakierowane na ograniczenie ich użycia. Dopiero z biegiem czasu rosnące wykorzystanie odnawialnych źródeł energii może obniżyć jej koszt (ze względu na niższe podatki), a także zmniejszyć wydatki na eksploatację urządzeń (np. silników elektrycznych).

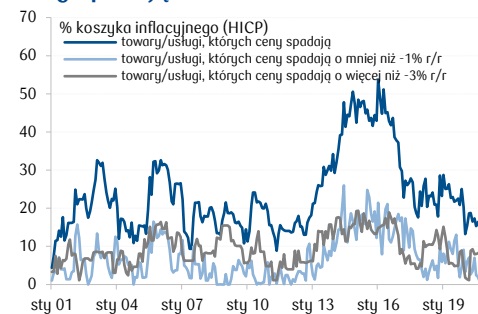
Dużą niewiadomą pozostaje przyszłość wojen handlowych. Wydaje się jednak, że rywalizacja USA z Chinami zyskała miano strategicznej konfrontacji. O ile implikacje kontynuacji wojny handlowej między Chinami i USA są z punktu widzenia Europy deflacyjne, o tyle prawdopodobna rekoncylacja na linii Waszyngton-Bruksela może być czynnikiem umiarkowanie proinflacyjnym, zważywszy potencjalne zacieśnienie współpracy handlowej oraz spadek konkurencji ze strony Chin w eksporcie do USA.

Deflacyjny wpływ chińsko-amerykańskiej wojny handlowej będzie ograniczany przez trend skracania łańcuchów dostaw. Zjawisko znane pod nazwą *nearshoring* może z jednej strony zwiększyć popyt na pracę w EŚiW, a więc także w Polsce, podnosząc wynagrodzenia (a więc zarówno koszty usług, jak i ogólny popyt w gospodarce), ale również podnieść koszty wytwarzanych towarów z uwagi na przesunięcie relatywnie taniej produkcji z Chin do droższej Europy Środkowej.

Wpływ na procesy inflacyjne ma także natężenie i kierunek polityki redystrybucyjnej państwa, zależny od rozkładu głosów wyborczych (wzrost znaczenia głosów emerytów). Potencjalnie proinflacyjne mogłoby się okazać dalsze **zwiększanie redystrybucji środków do osób z większą skłonnością do konsumpcji** (emerytów, osób ubogich lub z małymi dziećmi). Podobne skutki (tj. redukcję nierówności dochodowych) mogłoby wywołać zwiększeniu udziału płac w PKB, ale na horyzoncie nie widać systemowego procesu, który przełożyłby się na istotne zmiany w tym zakresie.

W warunkach silnego pro wzrostowego impulsu fiskalnego w całej UE (budżet na lata 2021-27 i program Next Generation EU), **na znaczeniu mogą tracić czynniki zewnętrzne, czyli import niskiej inflacji** ze strefy euro. Postępująca (a być może także przyspieszająca) **realna i nominalna konwergencja** może oddziaływać w stronę wzrostu cen, wspierając wcześniej wymienione czynniki związane ze strukturą konsumpcji i produkcji (bogaceniem się społeczeństwa zwiększającym popyt na usługi i droższe, często luksusowe towary), a także kierunkami alokowania oszczędności (w stronę bardziej skomplikowanych niż depozyty instrumentów finansowych).

Udział dóbr w koszyku HICP, których ceny spadają



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Determinanty inflacji	Proinflacyjna	Deflacyjna	Oczekiwany wpływ
Koronawirus - szok popytowy		↓	↓
Procesy demograficzne	↑↑	↓	↑
Migracje wewnętrzne	↑		↑
Zmiany wielkości gospodarstw domowych	↑		↑
Imigracja	↑	↓	?
Stymulacja przeciwpandemiczna	↑↑	↓	↑
Wzrost zamożności społeczeństwa	↑		↑
Transformacja energetyczna	↑		↑
Wojny handlowe		↓	↓
Nearshoring	↑		↑
Wzrost redystrybucji środków w gospodarce	↑		↑
Import niskiej inflacji ze strefy euro		↓	↓
Konwergencja gospodarcza	↑		↑

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (kierownik) marta.petka-zagajewska@pkobp.pl 22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA marcin.czaplicki@pkobp.pl 22 521 54 50
Urszula Kryńska urszula.krynska@pkobp.pl 22 521 51 32
dr Michał Rot michal.rot@pkobp.pl 22 580 34 22

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r, uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.