Polski Instytut Ekonomiczny

6/2021

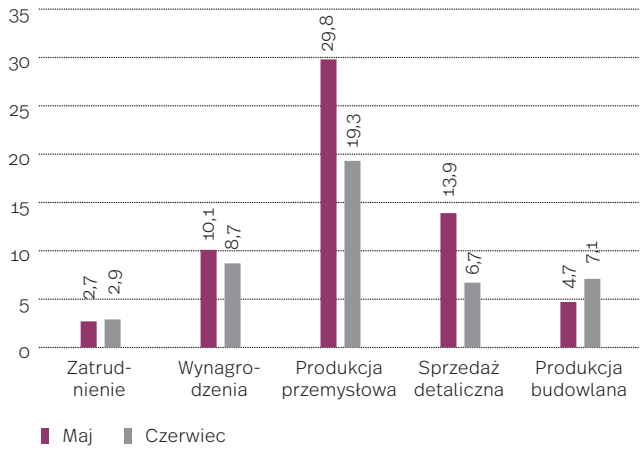
Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

czerwiec 2021 r.

CZY INFLACJA JEST ZAGROŻENIEM?

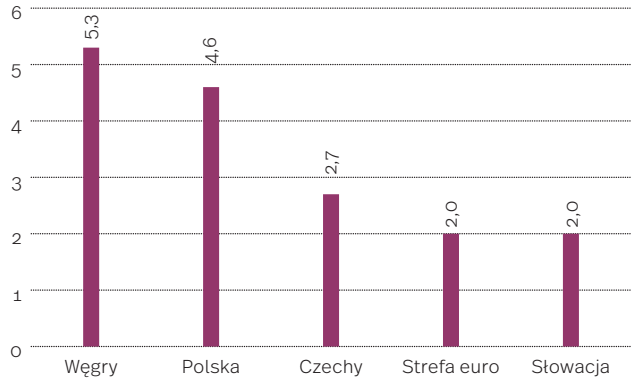
- Dane gospodarcze napływające z większości gospodarek europejskich wskazują na dynamiczne ożywienie aktywności w okresie letnim. W Polsce maj przyniósł lepszy od oczekiwań wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, mimo że zaczynają wygasać zabezpieczenia związane z tarczą finansową. Wzrost produkcji przemysłowej dalej był zbliżony do 20 proc., a sprzedaży detalicznej – do 14 proc. (wykres 1). Kosztem ożywienia jest jednak wysoka inflacja – w USA sięgnęła 5 proc., w Polsce jest jedynie nieznacznie niższa (CPI – 4,7 proc., HICP – 4,6 proc.). Dane dla państw Grupy Wyszehradzkiej przedstawiamy na wykresie 2.
- Mimo silnego wzrostu cen banki centralne w gospodarkach rozwiniętych utrzymują ściśle ekspansywny kierunek w polityce pieniężnej. Równocześnie w Europie Środkowo-Wschodniej część państw rozpoczęła proces podwyższania stóp procentowych. Podsumowanie działań władz monetarnych przedstawiamy w sekcji *Polityka pieniężna – perspektywy globalne*.
- Działania gołębich banków centralnych są argumentowane przejściowym charakterem inflacji. Prognozowanie zmian cen w dłuższych okresach jest często zawodne. Pewnych informacji dla zweryfikowania tej hipotezy może dostarczyć przegląd struktury szybko rosnących cen. Analizy dla Polski, strefy euro oraz krajów regionu przedstawiamy w sekcji *Struktura inflacji – czy wzrost jest przejściowy?*
- Jedną z przyczyn obaw o wzrost inflacji jest presja na łańcuchy dostaw. Skutkiem niedoborów surowców może być zarówno wzrost cen, jak i wstrzymywanie produkcji przemysłowej. Prognozy instytucji globalnych, takich jak Komisja Europejska czy OECD, wskazują że to czasowy problem. Czy jest to zagrożenie dla regionu? Zagadnienie omawiamy w sekcji *Przemysł pracuje w warunkach licznych niedoborów*.
- Wydarzeniem czerwca i lipca są – opóźnione o rok – rozgrywki Euro 2020. Po epidemii COVID-19 zawody rozgrywane są w 11 państwach, towarzyszą im też mniejsze nakłady na rozwój infrastruktury piłkarskiej. Czy będzie to jedynie chwilowa zmiana? O skutkach gospodarczych wielkich imprez sportowych opowiadamy w sekcji *Ekonomia imprez sportowych – dyskusja*.

Wzrost aktywności w maju oraz prognozy czerwcowych wskaźników (proc. r/r)



Źródło: GUS, szacunki PIE.

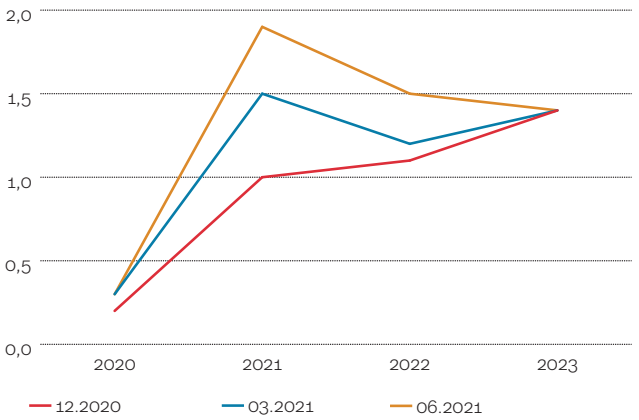
Inflacja HICP w maju – wybrane kraje (proc. r/r)



Źródło: Eurostat.

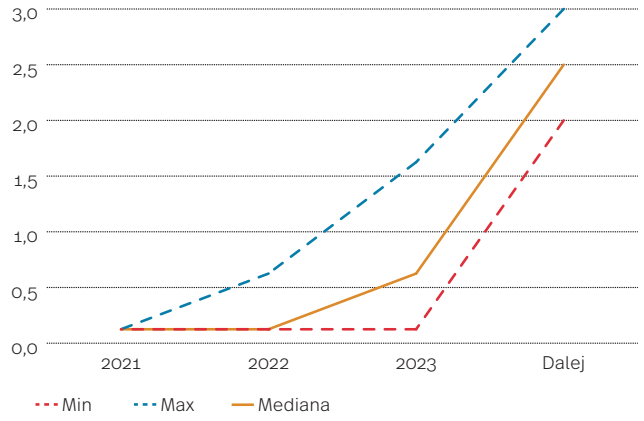
WYKRESY I PROGNOZY

Prognozy inflacji HICP w strefie euro w kolejnych projekcjach EBC (proc. r/r)



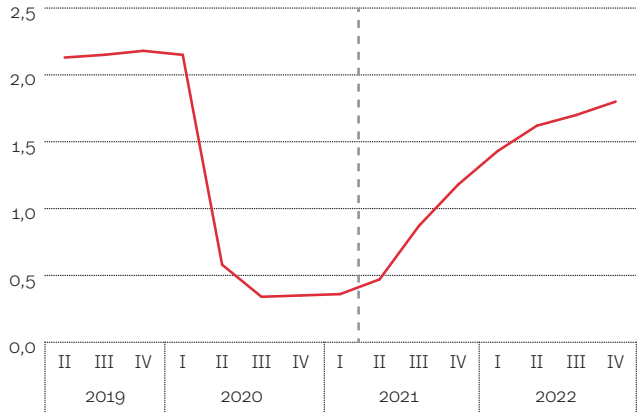
Źródło: EBC.

Prognozy stóp procentowych członków FOMC (proc.)



Źródło: Fed.

Projekcja 3-miesięcznej stopy PRIBOR (proc.)



Źródło: CNB.

Banki centralne gospodarek rozwiniętych komunikują chęć normalizacji polityki pieniężnej w odległej przyszłości. Proces podwyższania stóp procentowych rozpoczęły natomiast banki centralne w Europie Środkowo-Wschodniej.

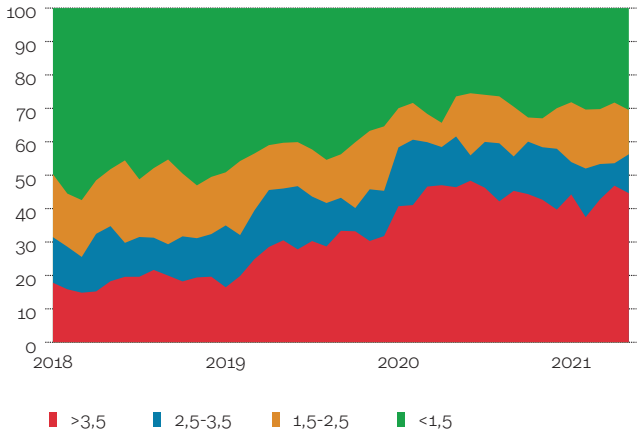
Europejski Bank Centralny (EBC) deklaruje brak potrzeb zmian w polityce pieniężnej. Stopa depozytowa wciąż wynosi -0,5 proc. EBC co miesiąc kupuje obligacje skarbowe i korporacyjne o wartości 20 mld EUR w ramach operacji QE. Władze monetarne zadeklarowały również utrzymanie zwiększonego tempa skupu aktywów w ramach pandemicznego programu PEPP. Obecnie ECB zakupił aktywa o wartości 1,1 bln EUR, podczas gdy łączny limit to 1,85 bln EUR – bank osiągnie go w marcu 2022 r. Rynkowy konsensus sugeruje, że wraz z zakończeniem programu PEPP bank może powiększać zaangażowanie w ramach standardowych operacji QE, aby zapobiec wzrostowi rentowności obligacji. EBC utrzymuje gołębie nastawienie mimo inflacji zbliżonej do jego celu (2 proc.). Ekonomiści banku wskazują, że HICP wyniesie 2,1 proc. w 2021 r. oraz 1,5 proc. w 2022 r. Warto zauważyć, że ostatnie prognozy nie doszacowały tempa wzrostu cen (wykres 1).

Rekordowa inflacja w USA (5 proc.) spowodowała zmianę nastawienia władz amerykańskiej Rezerwy Federalnej (Fed). Bank podniósł oprocentowanie rezerw banków komercyjnych (IOER) oraz stopę operacji *reverse repo*. To techniczna zmiana dla funkcjonowania rynku międzybankowego, która spowodowała lekki wzrost efektywnych stóp Fed (od 0 do 0,25 proc.). Władze monetarne zadeklarowały chęć podnoszenia stóp procentowych w 2023 r. Według *dot-plot* (wykres 2) większość członków FOMC (13 z 18) oczekuje ich wzrostu o 50 pb. Wkrótce powinniśmy poznać również perspektywy dotyczące programu skupu aktywów. Władze Fed prawdopodobnie wskażą w jakich warunkach będą zmniejszać zaangażowanie na rynkach finansowych podczas sierpniowego sympozjum w Jackson Hole bądź na wrześniowym posiedzeniu.

Zdecydowanie szybciej działają banki centralne w naszym sąsiedztwie. Czeski Bank Narodowy (CNB) podniósł stopy procentowe o 25 pb. do 0,5 proc., a węgierski (MNB) o 30 pb. do 0,9 proc. Władze obydwu banków deklarują kontynuację zaostrzania polityki pieniężnej w celu zwalczania presji inflacyjnej. CNB prognozuje trzy kolejne podwyżki do końca roku (wykres 3) oraz powrót stóp procentowych na poziomy sprzed pandemii w 2022 r. MNB nie przedstawia szacowanych zmian – kolejne działania są możliwe na posiedzeniach w lipcu i sierpniu. Decyzje banków wpływają na gołębie stanowisko Rady Polityki Pieniężnej (RPP). W Polsce wciąż najbardziej prawdopodobny jest brak zmian stóp.

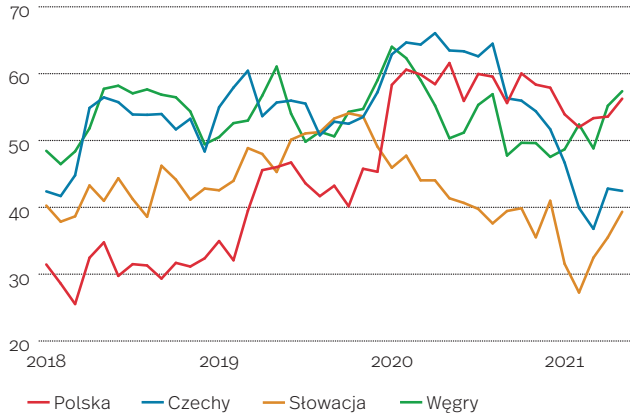
STRUKTURA INFLACJI – CZY WZROST CEN JEST PRZEJŚCIOWY?

Udział w koszyku inflacyjnym Polski kategorii, których ceny rosną w tempie (proc.):



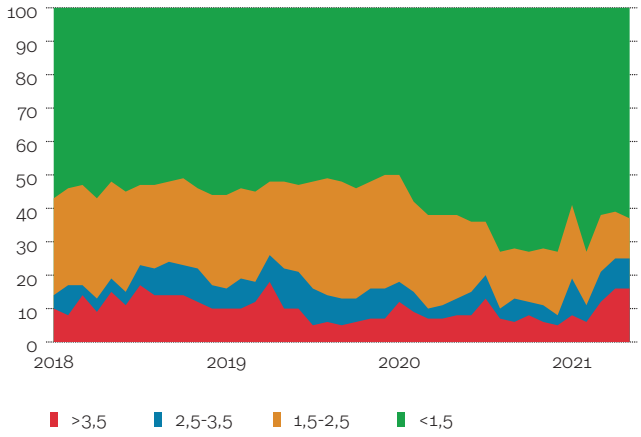
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu.

Udział cen rosnących w tempie >2,5 proc. w koszyku inflacyjnym (proc.)



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu.

Udział w koszyku inflacyjnym państw strefy euro kategorii, których ceny rosną w tempie (proc.):



Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Eurostatu.

Władze monetarne EBC i NBP spodziewają się, że wzrost inflacji będzie przejściowy. W strefie euro taki obraz jest dość prawdopodobny – wysokie wzrosty cen ograniczają się do kilku grup towarów. W Polsce inflacja ma jednak szeroki charakter.

Inflacja CPI w Polsce osiągnęła w maju poziom 4,7 proc. – to prawdopodobnie najwyższy tegoroczny wynik. Kolejne miesiące przyniosą jednak jedynie nieznacznie spadki. Z uwagi na dalszy wzrost cen ropy naftowej na rynkach światowych, przez cały III kwartał wskaźnik będzie oscylować w okolicach 4,5 proc. W całym roku inflacja powinna pozostać na poziomie ok. 4 proc.

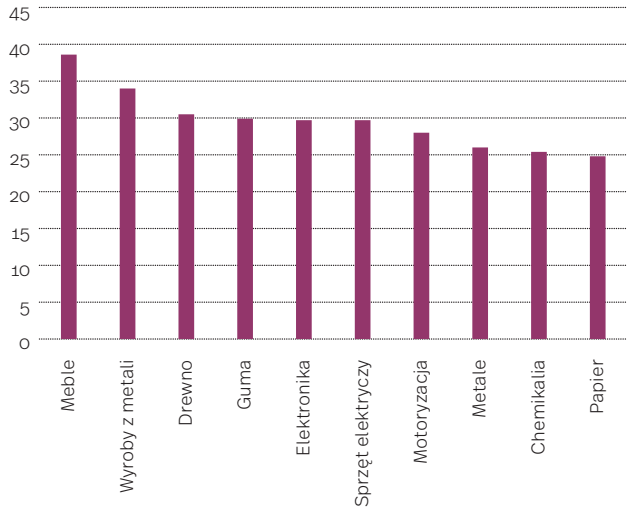
Negatywnym sygnałem jest coraz bardziej powszechny charakter wzrostu cen – obecnie ceny produktów i usług, które rosną w tempie przekraczającym cel NBP (2,5 proc.), stanowią już ok. 50 proc. koszyka konsumenckiego. Ponadto prawie 45 proc. polskiego koszyka drożeje w tempie szybszym niż 3,5 proc., czyli górnej granicy pasma odchyleń dopuszczalnego przez NBP. Według indeksu HICP inflację kształtują przede wszystkim ceny transportu (+13,1 proc. r/r), a w szczególności ceny paliw. Duży wpływ mają też: łączność (+6,5 proc. r/r), użytkowanie mieszkań i nośniki energii oraz hotele i gastronomia (+5,7 proc. r/r).

Wzrost cen w Polsce obejmuje więcej produktów i usług niż w innych państwach Europy. Polska notuje drugą najwyższą wartość wskaźnika HICP w Unii Europejskiej, tuż za Węgrami (5,3 proc. r/r). Odsetek cen rosnących szybciej niż 2,5 proc. jest zbliżony w obydwu państwach. To wartość prawie o 20 pkt. proc. wyższa niż w Czechach i na Słowacji oraz o 30 pkt. proc. wyższa niż w strefie euro. Co więcej w przypadku pozostałych krajów CEE mamy do czynienia ze stabilną strukturą cen – odsetek rosnących cen nie przekracza okresów sprzed pandemii.

Pozytywnym sygnałem dla Polski jest stosunkowo niewielki zakres szybko rosnących cen w strefie euro. W Europie Zachodniej inflację także podwyższa głównie transport (+6,6 proc. r/r) z uwagi na rosnące ceny paliw. Ponadto polityki środowiskowe powodują szybszy wzrost cen użytkowania mieszkań i nośników energii (3,5 proc. r/r). Stosunkowo mocno rosną też ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (2,3 proc. r/r) – tu dużą rolę odgrywają działania regulacyjne. Rola pozostałych kategorii jest istotnie mniejsza. Struktura inflacji strefy euro sugeruje raczej jej przejściowy charakter. Nie obserwujemy istotnego wzrostu cen dóbr przemysłowych, a to właśnie takie zmiany są szybko przenoszone do polskiej gospodarki.

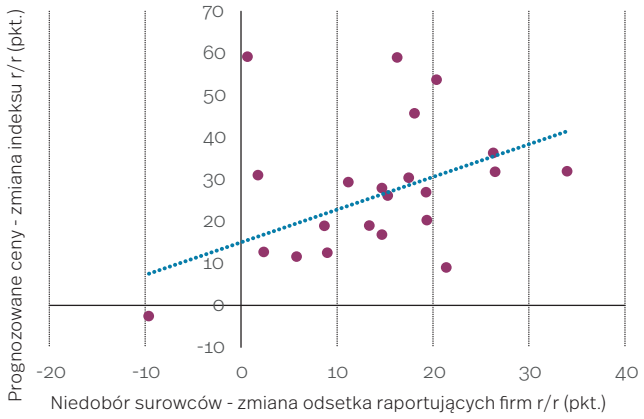
Dlatego też w przyszłym roku dynamika inflacji w Polsce powinna osłabnąć – spodziewamy się średniego wzrostu zbliżonego do 3 proc. Głównym ryzykiem pozostaje presja płacowa z uwagi na ograniczoną dostępność nowych pracowników oraz związany z nią wzrost cen usług.

Odsetek producentów zgłaszających problemy z pozyskaniem surowców (proc.)



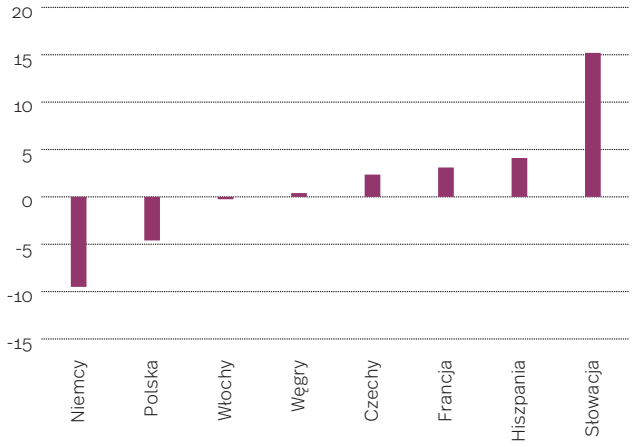
Źródło: GUS.

Niedobór surowców prowadzi do wzrostu cen przetworzonych towarów, chociaż wpływ jest raczej słaby



Źródło: GUS.

Ocena zapasów gotowych produktów



Uwaga: niższe wartości oznaczają mniejsze zapasy produktów.

Źródło: Komisja Europejska.

Presja na łańcuchy dostaw będzie prowadzić do umiarkowanego wzrostu cen towarów przemysłowych w całej Unii Europejskiej. Polska i Niemcy są raczej bardziej zagrożone przestojami w produkcji, co stwarza negatywne ryzyko dla kondycji przemysłu w III kwartale.

Polska produkcja przemysłowa osiągnęła w kwietniu rekordowy wzrost o 44,9 proc. r/r. Kolejne miesiące przynoszą spowolnienie związane z mniej sprzyjającym efektem bazy. Szacujemy, że w czerwcu wyniki nadal będą oscylować wokół 19 proc., co jest znacznie większą wartością względem trendu sprzed pandemii.

Dobre wyniki są napędzane głównie przez branże eksportowe, tj. producentów mebli, sprzętu elektronicznego oraz elektrycznego. Dodatkowo odbija sektor motoryzacyjny. Efektem ubocznym szybkiego wzrostu aktywności są jednak problemy z niedostateczną podażą surowców. Odsetek firm raportujących problemy z niedoborami dość jednoznacznie pokrywa się z najlepiej prosperującymi branżami (wykres 1). Eksportowy charakter tych sektorów sprawia, że nie będzie to wyłącznie problem Polski – ewentualne podwyżki cen dotkną wszystkie państwa europejskie.

Spodziewamy się jednak, że efekty będą niewielkie. Badania koniunktury GUS wskazują, że podwyżki cen najczęściej raportują sektory bezpośrednio związane z przetwórstwem ropy naftowej i produkcją wyrobów z metali – indeks obrazujący prognozowane ceny jest w tych przypadkach o 40-60 pkt. wyższy niż w ubiegłym roku. W przypadku producentów mebli czy elektroniki wartości te są o około 30 pkt. wyższe niż rok temu, podczas gdy zmiana w innych działach gospodarki oscyluje średnio wokół 20 pkt. (wykres 2). Tym samym uważamy, że podwyżki cen w sektorach eksportowych będą niewiele większe niż w innych gałęziach gospodarki.

Równocześnie problemy logistyczne mogą powodować opóźnienia w produkcji, co będzie skutkować słabszymi wynikami przemysłu w poszczególnych miesiącach. Indeks obrazujący ocenę stanu zapasów produktów gotowych jest w Polsce na najniższym poziomie od dekady, w Niemczech osiągnął historyczne minimum. Dodatkowo zarówno poziom, jak i tempo spadku ocen, są w przypadku Polski i Niemiec najwyższe wśród dużych gospodarek europejskich.

Konsekwencją tego zjawiska będą czasowe opóźnienia w produkcji. Spodziewamy się, że ewentualne przestoje nie powinny zaburzać jednak ogólnego trendu – to raczej oznaka wysokiego popytu. Tym samym przemysł dalej będzie wyraźnym kołem zamachowym polskiej gospodarki. Prognozujemy, że produkcja przemysłowa w III kwartale wzrośnie o ok. 14 proc.

EKONOMIA IMPREZ SPORTOWYCH – DYSKUSJA

Mistrzostwa świata i Europy w piłce nożnej są wydarzeniem przede wszystkim o charakterze sportowym. Równolegle jednak imprezom tym towarzyszy duży wysiłek ekonomiczny związany z budową stadionów czy rozwojem infrastruktury. Eksperyment związany z organizacją mistrzostw w wielu państwach europejskich pozwala ograniczyć ryzyko dla finansów publicznych i koniunktury kraju będącego gospodarzem. Dlatego też dość prawdopodobne będzie jego powtórzenie przy kolejnych edycjach turnieju i to mimo trudności logistycznych oraz niechęci ze strony UEFA.

W literaturze ekonomicznej zwraca się uwagę na długookresowe nakłady po organizacji imprezy. Organizatorzy liczą na coroczny wzrost liczby turystów odwiedzających kraj w związku z większą rozpoznawalnością miast organizatorów na świecie – jest to tzw. efekt barceloński. Doświadczenia poprzednich imprez wskazują jednak, że prognozy te są zazwyczaj zbyt optymistyczne – znaczne przestrzelenie prognoz było widoczne między innymi w przypadku mundialu w 2002 r. w Korei i Japonii (Szymański, 2002) i w 2010 r. w Republice Południowej Afryki (Schausteck de Almeida i in., 2015). Błędów nie ustrzegli się również polscy ekonomiści podczas EURO 2012 (Boratyński i in., 2012) – zakładany wzrost liczby turystów o ponad 700 tys. osób, według danych GUS, został osiągnięty dopiero w 2018 r.

Drugim skutkiem oczekiwanym przez organizatorów jest wzrost atrakcyjności inwestycyjnej w następstwie rozwiniętej infrastruktury. Wyniki badań ekonomicznych nie dają jednak jednoznacznej odpowiedzi na ile te oczekiwania są prawdziwe. Niemcy zanotowały stosunkowo szybki wzrost gospodarczy po Mundialu w 2006 r., ale późniejsi organizatorzy mistrzostw (RPA, Brazylia oraz Francja) znaleźli się w stagnacji. Większość ilościowych analiz sugeruje, że statystyczny wpływ imprez sportowych na tempo potencjalnego wzrostu PKB jest neutralny, bądź nawet negatywny (Simmons, Deutscher, 2012; Viana i in., 2018).

Dużym zagrożeniem dla koniunktury gospodarczej jest proces komasacji inwestycji budowlanych w okresie bezpośrednio poprzedzającym imprezę sportową. Doświadczenia Polski z organizacji EURO 2012 wskazują, że sektor budowlany najpierw musiał powiększać możliwości produkcyjne, aby sprostać wymogom przetargów. Następnie – po zakończeniu turnieju – zabrakło projektów, w których możliwe było zaangażowanie firm budowlanych, co prowadziło do wysokiej liczby upadłości. Już w kilka miesięcy po turnieju autorzy raportu *Impact* (Boratyński i in., 2012) zrewidowali przyjęte założenia o 2 pkt. proc. Nawet po aktualizacji autorzy raportu nie przewidzieli nadchodzącego w kolejnych kwartałach głębokiego spowolnienia.

Niepewne przychody oraz duże koszty prawdopodobnie będą zniechęcać rządy państw europejskich do samodzielnego organizowania turniejów. Imprezy piłkarskie potrafią podnieść zadłużenie finansów publicznych na wiele lat – przykłady opisano np. w badaniu Matthiasa Fetta (2020). Tymczasem w następstwie pandemii dług publiczny w krajach o silnych tradycjach piłkarskich już obecnie znajduje się na bardzo wysokich poziomach – w Hiszpanii czy Włoszech oscyluje on ok. 115 i 160 proc. PKB, podobne wielkości raportuje Francja (115 proc.). Nieco lepiej radzą sobie Wielka Brytania (85 proc.) i Niemcy (70 proc.). Rządy tych państw prawdopodobnie nie będą skłonne akceptować wysokiego ryzyka dalszego wzrostu długu, co prawdopodobnie wymusi zmianę formuły wielkich imprez.

Przywoływane badania i raporty:

1. Boratyński, J., Borowski, J., Czerniak, A., Plich, M. (2012), *Aktualizacja Raportu na temat wpływu przygotowań i organizacji Mistrzostw Europy w Piłce Nożnej UEFA EURO 2012 na gospodarkę Polski*, http://www.pte.pl/pliki/2/12/eurogospodarka.pdf [dostęp: 28.06.2021].
2. Fett, M. (2020), *The game has changed – a systematic approach to classify FIFA World Cups*, "International Journal of Sport Policy and Politics", Vol. 12, Iss. 3, DOI: 10.1080/19406940.2020.1784978.
3. Schausteck de Almeida, B., Bolsmann, C., Marchi Junior, W., de Souza, J. (2015), *Rationales, rhetoric and realities: FIFA's World Cup in South Africa 2010 and Brazil 2014*, "International Review for the Sociology of Sport", No. 50(3).
4. Simmons, R., Deutscher, C. (2012), *The economics of the World Cup*, "The Economics of Sports", 449-469.
5. Szymański, S. (2002), *The economic impact of the World Cup*, "World Economics", No. 3(1).
6. Viana, J.H., Barbosa, A.V., Sampaio, B. (2018), *Does the World Cup get the economic ball rolling? Evidence from a synthetic control approach*, "Economica", No. 19(3).

Autorzy: Michał Gniazdowski, Marcin Klucznik, Michał Reczek, Jakub Rybacki

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* gospodarczy, którego historia sięga 1928 roku. Obszary badawcze Polskiego Instytutu Ekonomicznego to przede wszystkim handel zagraniczny, makroekonomia, energetyka i gospodarka cyfrowa oraz analizy strategiczne dotyczące kluczowych obszarów życia społecznego i publicznego Polski. Instytut zajmuje się dostarczaniem analiz i ekspertyz do realizacji Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju, a także popularyzacją polskich badań naukowych z zakresu nauk ekonomicznych i społecznych w kraju oraz za granicą.

Niniejsza publikacja ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi porad inwestycyjnych i/lub doradztwa. Podjęto starania dla zapewnienia jak największej dokładności przedstawionych prognoz, jednak informacje zawarte w publikacji nie są wiążące, a Instytut i autorzy publikacji nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na ich podstawie.

Polski Instytut Ekonomiczny

Kontakt

Jakub Sawulski
Kierownik Zespołu Makroekonomii
jakub.sawulski@pie.net.pl
tel. 48 504 740 278