



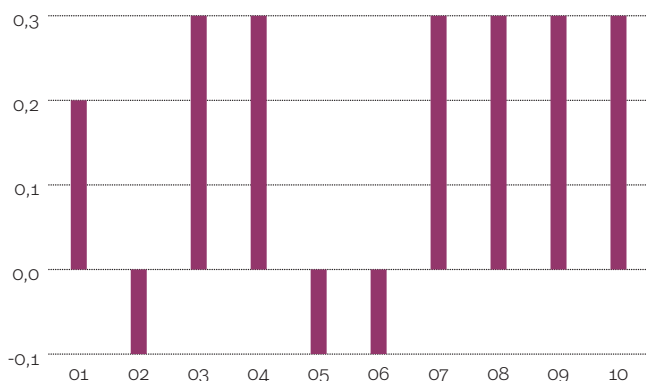
Miesięcznik Makroekonomiczny PIE

październik 2021 r.

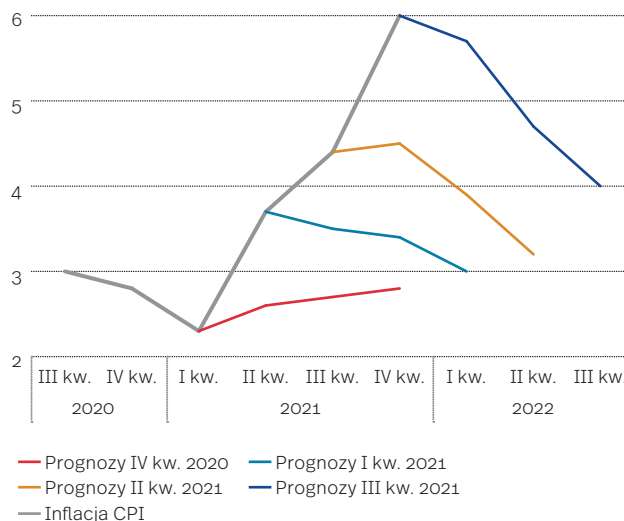
W 2022 R. INFLACJA POZOSTANIE WYSOKA

- Według wstępnych danych GUS, wzrost inflacji w Polsce sięgnął w październiku 6,8 proc. – z taką sytuacją mieliśmy ostatnio do czynienia dwie dekady temu – w 2001 r. Ostatni kwartał przyniósł rewizje prognoz w górę – **analitycy systematycznie mylili się zarówno co do oceny bieżącej inflacji** (wykres 1), **jak i perspektyw na kolejne miesiące** (wykres 2). Mimo dużej niepewności, w tym „Miesięczniku” kreślimy perspektywy inflacyjne w 2022 r.
- W gospodarce globalnej wciąż trwa spór, na ile trwały jest charakter bieżących wzrostów inflacji. Wrześniowe **prognozy Europejskiego Banku Centralnego wskazują, że w 2022 r. inflacja powróci do stanu poniżej 2 proc.** Równoległe w USA taki obraz zaczyna być kontestowany – instrumenty finansowe zaczynają implikować długotrwały wzrost CPI powyżej 3 proc. W podobnym tonie wypowiadają się niektórzy czołowi ekonomiści, np. Larry Summers. Szczegóły prognoz banków centralnych przedstawimy w sekcji *Globalne perspektywy inflacji*.
- Inflacja w Europie Środkowo-Wschodniej pozostanie wysoka. Rewidujemy naszą prognozę inflacji na przyszły rok – **spodziewamy się, że średni wzrost cen w 2022 r. sięgnie 5,4 proc.** Będzie zatem wyższy niż w tym roku. Główne założenia prognoz CPI i inflacji bazowej przedstawimy w sekcji *Inflacja w Polsce ponad celem NBP w 2022 r.*
- Czynnikiem, który będzie mocno decydował o inflacji w przyszłym roku są zmiany w energetyce. **Spodziewamy się, że ceny energii w 2022 r. wzrosną o ponad 12,5 proc., co podwyższy inflację prawie o 1,5 pkt. proc.** Ponadto, zmiany na rynku gazu ziemnego będą determinowały wzrost cen żywności. Szacunki zmian przedstawimy w sekcji *Ceny energii w 2022 r.*
- Wyzwaniem dla Unii Europejskiej w najbliższych latach będzie łagodzenie społecznych kosztów transformacji energetycznej, których objawem jest wzrost inflacji. Przewidywania naukowców dotyczące wpływu zmian klimatu na aktywność gospodarczą, inwestycje, ceny żywności i energii przedstawimy w sekcji *Wpływ zmian klimatycznych na inflację – dyskusja*.

Skala zaskoczeń inflacyjnych
(w pkt. proc.)



Mediana prognoz inflacji w kolejnych ankietach
Parkiet/Rzeczpospolita (w proc. r/r)

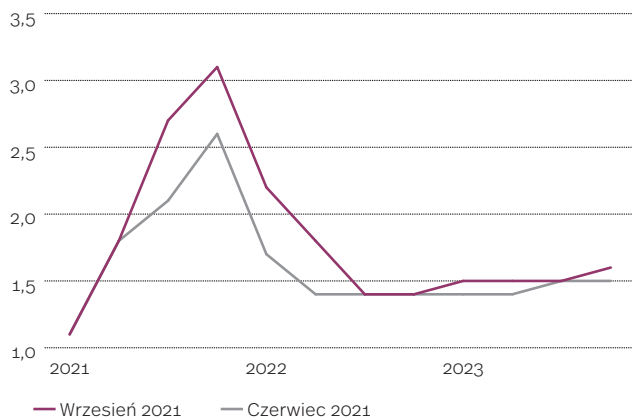


Uwaga: dodatni wynik rzędu 0,3 oznacza, że bieżąca inflacja była wyższa od szacunków ekonomistów o 0,3 pkt. proc.

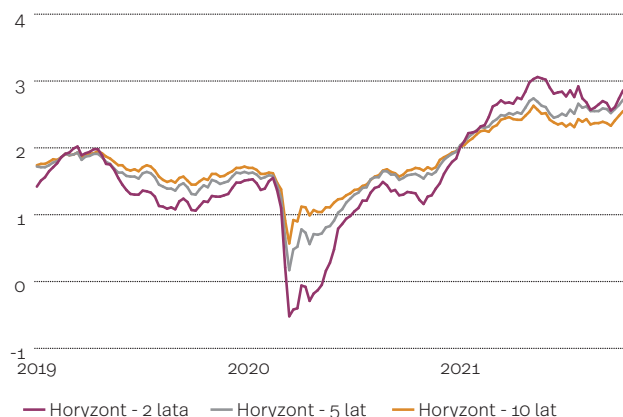
Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Parkiet.

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Parkiet.

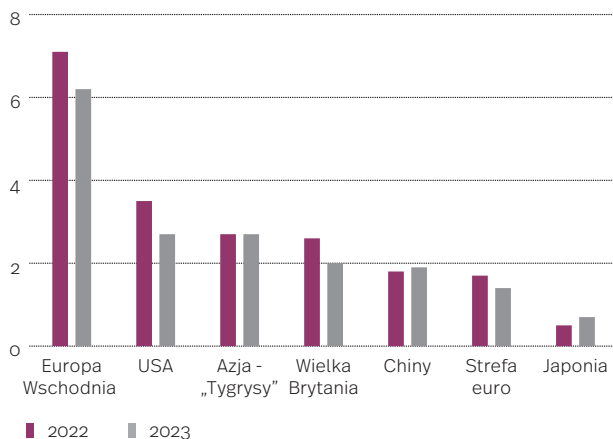
WYKRESY I PROGNOZY

Porównanie projekcji HICP dla strefy euro
w kolejnych raportach EBC (w proc. r/r)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych EBC.

Średnia inflacja w USA szacowana na podstawie
rentowności obligacji TIPS (w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Fed.

Prognozy inflacji w wybranych gospodarkach i regionach
(w proc. r/r)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych MFW.

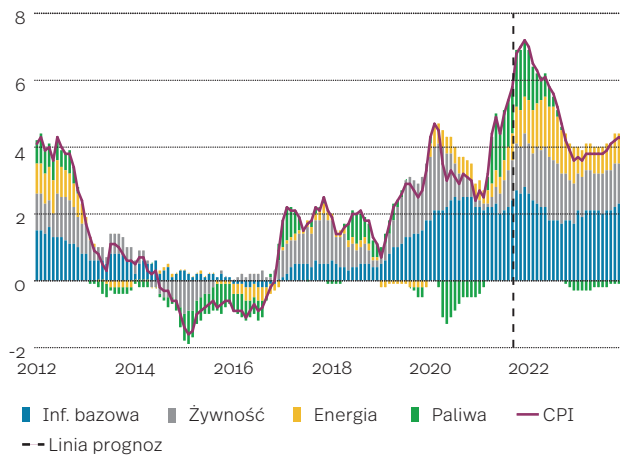
Bieżące prognozy instytucji międzynarodowych oraz banków centralnych wskazują, że **wysoka inflacja w strefie euro ma charakter przejściowy. Jednak w USA może być długotrwała i to właśnie Stany Zjednoczone, wśród gospodarek rozwiniętych, będą walczyć z nią najdłużej.** Na rynkach rozwijających się szybki wzrost cen widoczny będzie w państwach Europy Wschodniej.

Europejski Bank Centralny (EBC) prognozuje, że inflacja w strefie euro w I połowie 2022 r. wyniesie 2,2 proc. To prognoza wyższa o 0,5 pkt. proc. niż czerwcowe szacunki (wykres 1). Rewizja związana jest z wyższym wzrostem cen energii, usług i żywności. **W II półroczu 2022 r. EBC oczekuje spadku inflacji do 1,4 proc. – szacunki te nie zmieniły się.** Władze monetarne w strefie euro wskazują, że wzrost inflacji jest przejściowy – wygaśnie wraz ze stabilizacją cen surowców. Należy też zauważyć, że rynek pracy na zachodzie Europy wciąż nie wrócił do pełnej sprawności, co ogranicza presję płacową.

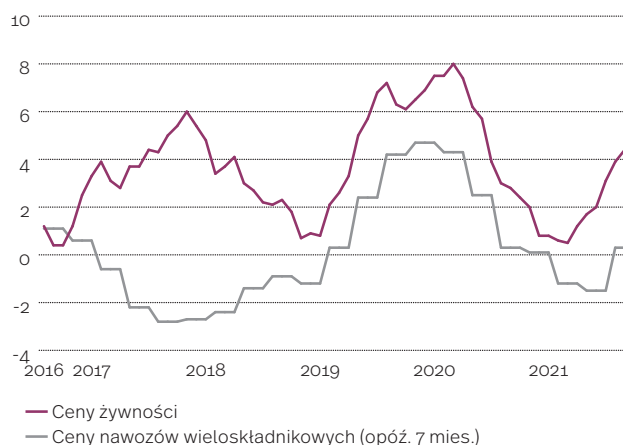
Obawy o długotrwały wzrost inflacji są bardziej powszechne w USA. Odzwierciedla je rentowność obligacji zabezpieczonych przed inflacją (ang. *Treasury Inflation Protected Security* – TIPS). **Uczestnicy rynku TIPS wyceniają, że inflacja w horyzoncie 2 lat kształtować się będzie na poziomie 3 proc. – to najwyższa wartość od 11 lat** (wykres 2). Ponadto, długoterminowe, 10-letnie oczekiwania sięgnęły 2,5 proc., co przekracza cel inflacyjny Fed (2 proc.). Należy zauważyć, że szacunki kontestują prognozy Fed, bowiem projekcja banku zakłada powrót inflacji PCE do 2,2 proc. w 2022 r.

Zdecydowanie bardziej negatywny obraz amerykańskiej inflacji przedstawia Międzynarodowy Fundusz Walutowy (MFW). Prognozy tej instytucji wskazują, że w 2022 r. inflacja CPI będzie zbliżona do 3,5 proc., a w 2023 r. do 2,7 proc. Fundusz prognozuje wyższą inflację w USA w stosunku do strefy euro w tych latach odpowiednio o 1,8 pkt. proc. i 1,3 pkt. proc. **Wysoki wzrost cen w USA jest efektem ekspansywnej polityki fiskalnej i pieniężnej.** Przed nadmiernym rozgrzaniem gospodarki ostrzega m.in. Larry Summers – były doradca ekonomiczny administracji amerykańskiej. Wskazuje on na ryzyko pojawienia się bańki na rynku mieszkaniowym oraz spirali płacowo-inflacyjnej.

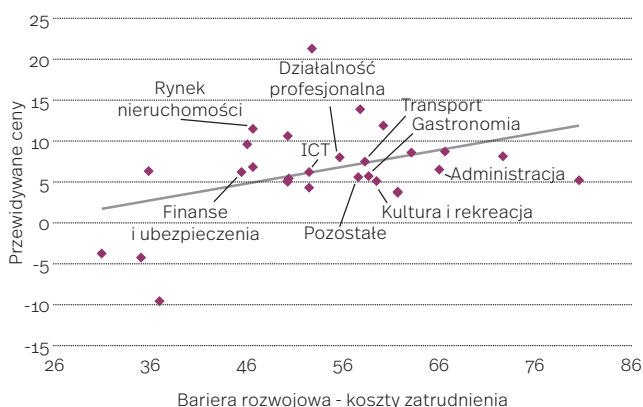
Wysoka inflacja będzie widoczna także w państwach Europy Wschodniej. MFW prognozuje, że CPI w 2022 r. sięgnie średnio 7,1 proc., a w 2023 r. spadnie do 6,2 proc. Na wyniku mocno waży Turcja, w której inflacja przekracza 15 proc. Prognozy dla państw Grupy Wyszehradzkiej oscylują wokół 2,5-3 proc. Należy pamiętać, że dotychczasowe szacunki w niewielkim stopniu uwzględniają problem potencjalnego kryzysu energetycznego.

Struktura inflacji w kolejnych dwóch latach
(w proc. r/r)

Źródło: prognozy PIE.

Wzrost cen nawozów i koszty żywności
(w proc r/r).

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Badanie GUS: indeksy obrazujące presję płacową
i przewidywane ceny

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych GUS.

Wzrost inflacji w Polsce sięgnął w październiku 6,8 proc. Kolejne miesiące przyniosą jeszcze wyższe wyniki – szacujemy, że **w listopadzie ceny konsumencie wzrosną o 7 proc., a w grudniu inflacja przekroczy ten poziom** i pozostanie wysoka także w przyszłym roku. **Średni wzrost CPI w 2022 r. będzie zbliżony do 5,4 proc., wobec 4,9 proc. w roku obecnym** (wykres 1). Inflacja wyhamuje w 2023 r. do 3,9 proc. Wzrost cen nadal będzie jednak przekraczał górną granicę celu NBP (3,5 proc.).

Przyczyn wysokiej inflacji należy upatrywać w kilku źródłach. **Wzrost cen energii elektrycznej przełoży się na rachunki gospodarstw domowych znacznie mocniej niż w 2021 r.** – będzie odpowiadał za 25 proc. łącznej inflacji. Skutki szczegółowo opisujemy na następnej stronie.

Konsekwencją zmian na rynkach energetycznych będzie szybszy wzrost cen towarów przemysłowych i żywności. Bieżące niedobory gazu spowodowały wzrost cen nawozów, co znajdzie odzwierciedlenie w kosztach produkcji rolnej. Dotychczasowe tendencje wskazują, że zmiany kosztowe wpłyną na ceny detaliczne podczas najbliższych 6 miesięcy (wykres 2). Dlatego też szacujemy, że **wzrost cen żywności będzie najsilniejszy w II kwartale 2022 r. – dynamika będzie oscylować wokół 6-7 proc.** Równocześnie skutki będą prawdopodobnie długotrwałe – spodziewamy się, że **przez kolejne dwa lata wzrost cen żywności będzie zbliżony do 4,5-5,5 proc.**

Równoległe **w gospodarce nadal widoczna jest presja popytowa**, co będzie prowadzić do podwyżek cen usług. Badanie koniunktury GUS wskazuje, że przedsiębiorstwa usługowe narzekające na koszty pracy coraz częściej decydują się podnosić ceny (wykres 3). Odsetek firm usługowych raportujących niedobory pracowników jest obecnie wyższy niż w 2019 r. (szerzej w tygodniku gospodarczym PIE). **W rezultacie płace od III kwartału rosną o około 8 proc., nawet bez efektów statystycznych. Spodziewamy się, że podobne tempo utrzyma się również w nadchodzących kwartałach.** Badanie „Szybki Monitoring NBP” wskazuje, że w II kwartale liczba firm deklarujących żądania płacowe jest zbliżona do liczby z lat przedpandemicznych.

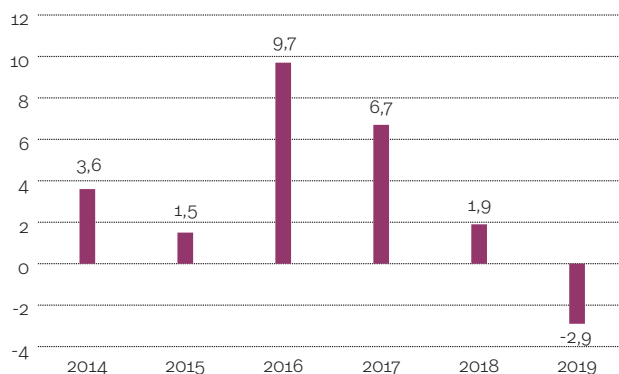
Na skutek równoległego wysokiego wzrostu cen usług i towarów przemysłowych, **inflacja bazowa wyniesie ok. 4 proc. w 2022 r., a w 2023 r. obniży się do niecałych 3,5 proc.** Dobra i usługi, których wzrost cen przekracza granicę celu NBP, stanowią obecnie 50 proc. koszyka wydatków konsumencie – prawie 2-krotnie więcej niż w strefie euro. Spodziewamy się, że taka tendencja utrzyma się też w kolejnych dwóch latach – **inflacja nadal będzie obejmować bardzo szeroki zakres dóbr i usług.**

Ceny węgla i uprawnień CO₂ na rynkach globalnych
(w EUR)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Ceny gazu ziemnego na rynkach europejskich
(w EUR)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych Macrobond.

Rentowność przedsiębiorstw ciepłowniczych
(w proc.)

Źródło: opracowanie własne PIE na podstawie danych URE.

Podobnie jak w 2021 r., również w 2022 r. inflację w znacznym stopniu podwyższając będą ceny energii. Na podstawie informacji prasowych oraz publicznych wypowiedzi prezesa Urzędu Regulacji Energetyki (URE) szacujemy, że wzrosną one o około 12,8 proc., co podwyższy inflację prawie o 1,5 pkt. proc. To dwukrotnie więcej niż w bieżącym roku.

Nasza prognoza zakłada, że **ceny energii elektrycznej dla gospodarstw domowych wzrosną w 2022 r. o 12 proc.** Wysokość podwyżek zależna będzie od decyzji prezesa URE. Decyzja podejmowana jest na bazie kosztów generowania energii oraz jej dystrybucji. Największe wzrosty cen związane są z opłatami za emisje CO₂ oraz pośrednio wzrostem kosztu węgla (wykres 1). Komentarze prasowe wskazują, że firmy energetyczne chcą wnioskować o podniesienie taryf o 20-30 proc. (np. [BI](#)). Finalny wzrost rachunków będzie niższy – podwyżki sięgną 12 proc. Decyzja URE prawdopodobnie zamknie się w przedziale 10-15 proc. Obecnie znamy już efekt podniesienia opłaty mocowej – przy przeciętnym zużyciu podwyższy ona rachunek o około 1,5 proc. Dołoży to dodatkowe 0,1 pkt. do inflacji.

Największa niepewność towarzyszy zmianom cen gazu – w naszym scenariuszu zakładamy kwartalne podwyżki cen o 6-7 proc. Duży wzrost kosztów wiązać się będzie z wahaniami cen gazu na rynkach towarowych – od początku roku wzrosły o 460 proc. (wykres 2). Przyczyny zostały dokładnie opisane w [tygodniku gospodarczym PIE](#). Założenie o stopniowym charakterze podwyżek podyktowane jest prawdopodobnym przyjęciem regulacji, które będą zapobiegać skokowym zmianom (np. [money.pl](#)). Po wdrożeniu zmian, podobnych wzrostów cen doświadczymy także w 2023 r. Należy pamiętać, że w 2024 r. dyrektywa UE zakończy regulowanie rynku dla gospodarstw domowych. Jednak **wzrost cen gazu ziemnego dla przedsiębiorstw będzie wyższy, co przełoży się m.in. na wyższe ceny żywności dla konsumentów.**

Duże podwyżki na początku 2022 r. związane będą również z cenami w ciepłownictwie – dotychczasowe decyzje taryfowe podnoszą ceny o 10-35 proc. ([link](#)). Powody wzrostu kosztów są analogiczne jak w przypadku energetyki, a dodatkowo sektor ciepłowniczy od lat boryka się z niską rentownością. Ostatni raport URE z 2019 r. wskazuje ujemny wynik (-3 proc.), a w 2021 r. zanotowano znaczny wzrost kosztów w tym sektorze. Należy zwrócić uwagę, że podwyżki taryf w tej branży nie występują synchronicznie – decyzje wydawane są dla ponad 400 podmiotów. Dlatego też w nadchodzących miesiącach **ceny w ciepłownictwie mogą wywoływać zaskoczenie przy szacowaniu bieżącej inflacji.**

WPŁYW ZMIAN KLIMATYCZNYCH NA INFLACJĘ – DYSKUSJA

Zmiany klimatu zwiększają ryzyko destabilizacji gospodarki. Wskazujemy 4 konsekwencje zmian:

1) **Ekstremalne zjawiska pogodowe będą prowadzić do strat fizycznych, które osłabią aktywność gospodarczą.** Ekstremalne zjawiska pogodowe spowodowały w 2019 r. straty ok. 1 proc. PKB w strefie euro (Alogoskoufis i in., 2021). Częstotliwość występowania klęsk żywiołowych wzrosła w latach 2015-2020 o 69 proc.¹. Analizy Europejskiego Banku Centralnego (EBC) wskazują, że 30 proc. firm w strefie euro jest narażonych na straty fizyczne spowodowane przez zmiany klimatu. Odsetek ten może wzrosnąć w kolejnych latach do 80 proc. Skala ryzyka dla polskiej gospodarki jest niższa niż w pozostałych państwach UE (tamże). **Skutkiem strat gospodarczych jest większe ryzyko niedoborów produktów oraz mniejsza stabilność systemu finansowego.**

2) **Wpływ zmian klimatu na stopy procentowe jest niejasny.** Ekstremalne temperatury mają negatywny wpływ na wyniki gospodarcze – badania E. Somathana i in. (2021) wykazują, że wzrost średniej temperatury o 1°C zwiększa skalę absencji w pracy oraz zmniejsza produkcję odpowiednio o 5 proc. i 3 proc. **Konieczność dostosowania się do ekstremalnych temperatur może zmniejszyć inwestycje oraz zwiększyć oszczędności z powodów ostrożnościowych** – to argument za obniżeniem stóp procentowych. Wnioski są jednak obarczone niepewnością. Zarząd EBC przyznaje, że nie wie, w jaki sposób zmiany klimatyczne wpłyną na stopy procentowe – popyt na zielone inwestycje równie dobrze może stymulować wzrost gospodarczy i inwestycje (Schnabel, 2021). **Barierą może stać się już sama niepewność** – Bloom, Bond, Van Reenen (2007) udowadniają, że firmy niechętnie zmieniają poziom inwestycji w trudnych warunkach.

3) **Przeciwdziałanie zmianom klimatycznym oznacza wyższą inflację.** Głównym narzędziem unijnej polityki klimatycznej jest system handlu prawami do emisji EU ETS. Został zaprojektowany tak, aby corocznie malała liczba uprawnień. Komisja Europejska (KE) ogłosiła plan „Fit for 55”, który zakłada prawie dwukrotne przyspieszenie rocznego tempa redukcji liczby uprawnień – z 2,2 proc. do 4,2 proc. rocznie (www1). W efekcie ich ceny wzrosły o ponad 60 proc. – to wielokrotnie wyższy wynik niż wcześniejsze prognozy (Alogoskoufis i in., 2021; Osterloh, 2020). Osiągnięcie celów klimatycznych może wymagać wzrostu cen nawet do 170 EUR/t CO₂ (Maj i in., 2021). **Blanchard i Tirole (2021) wskazują, że chociaż podatki węglowe są skutecznym narzędziem walki ze zmianami klimatu, szokowe zmiany cen emisji mogą spowolnić zielone inwestycje i zwiększyć ryzyko klimatyczne.** Jako rozwiązanie proponują ustalenie limitu na minimalny oraz maksymalny roczny wzrost cen emisji. Implementacja ich propozycji wymaga głębokiej reformy systemu EU ETS – sprzecznej z kierunkiem obranym przez KE.

4) **Polityka klimatyczna wymusi zmiany w produkcji żywności.** Światowa produkcja żywności odpowiada za 25 proc. emisji gazów cieplarnianych (www2) – walka ze zmianami klimatu nieuchronnie doprowadzi do wyższych cen podstawowych produktów. Część badań wskazuje, że podatki węglowe mają umiarkowany wpływ na ceny (Konradt, Weder di Mauro, 2021; Metcalf, Stock, 2020) – wzrost kosztów powodował przede wszystkim zmianę struktury konsumpcji. Ekstrapolowanie tych wyników na przyszłość jest ryzykowne. Zaciskanie polityki klimatycznej oznacza nie tylko wyższe stawki podatków węglowych, ale także rozszerzanie ich na kolejne sektory. To w konsekwencji może przełożyć się na ceny oferowanych przez nie dóbr – **dotychczas system EU ETS obejmował 45 proc. unijnych emisji** (www3). Oznacza to, że wzrost cen obejmie te produkty, które dotychczas słabo reagowały na wyższe koszty uprawnień.

Przywoływane badania i raporty:

1. Alogoskoufis, S. i in. (2021), *Climate-related risks to financial stability*, Financial Stability Review, European Central Bank.
2. Schnabel, I. (2021), *Climate change and monetary policy*, Speech to the IMF's „Finance and Development”, European Central Bank.
3. Somanathan, E., Somanathan, R., Sudarshan, A., Tewari, M. (2021), *The Impact of Temperature on Productivity and Labor Supply: Evidence from Indian Manufacturing*, „Journal of Political Economy”, June 28.
4. Bloom, N., Bond, S., Van Reenen, J. (2007), *Uncertainty and Investment Dynamics*, „The Review of Economic Studies”, Vol. 74, Iss. 2.
5. Osterloh, S. (2020), *The implications of fiscal measures to address climate change*, ECB Economic Bulletin, Issue 2.
6. Maj, M., Rabięga, W., Szpor, A., Cabras, S., Marcu, A., Fazekas, D. (2021), *Impact on Households of the Inclusion of Transport and Residential Buildings in the EU ETS*, Polish Economic Institute, Warsaw.
7. Blanchard O., Tirole, J. (2021), *Major future economic challenges*, France Strategie [link].
8. Konradt, M., Weder di Mauro, B. (2021), *Carbon taxation and inflation: Evidence from Europe and Canada*, VoxEU & CEPR [link].
9. Metcalf G., Stock J., (2020), *Measuring the Macroeconomic Impact of Carbon Taxes*, “AEA Papers and Proceedings”, Vol. 110.
10. (www1) *How to reconcile the different interests in the “Fit for 55” package?* – EURACTIV.com [dostęp: 28.10.2021].
11. (www2) *Environmental impacts of food production – Our World in Data* [dostęp: 28.10.2021].
12. (www3) *EU Emission Trading System (EU ETS) – Florence School of Regulation* [dostęp: 28.10.2021].

¹ Obliczenia własne na podstawie: *European Severe Weather Database* [dostęp: 28.10.2021].

Polski Instytut Ekonomiczny

Polski Instytut Ekonomiczny to publiczny *think tank* gospodarczy, którego historia sięga 1928 r. 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.

