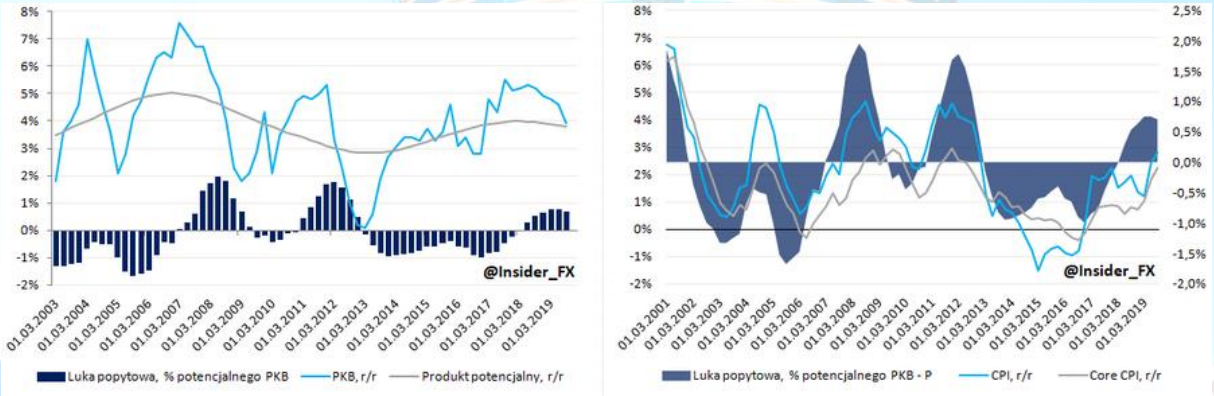
Wpływ luki popytowej na dynamikę wzrostu cen w Polsce

Kilka tygodni temu udostępniałem na Twitterze swoje szacunki odnośnie do produktu potencjalnego polskiej gospodarki oraz wynikającej z niego luki popytowej, czyli różnicy między faktyczny wzrostem PKB, a wzrostem dającym się utrzymać w dłuższym terminie bez kreowania nierównowag w gospodarce. Postanowiłem jednak sprawdzić to wyliczenia w bardziej empiryczny sposób i skwantyfikować wpływ jaki zmiana luki popytowej może mieć na procesy inflacyjne w polskiej gospodarce. Do tego celu posłużyłem się prostym modelem VAR, który zawierał trzy zmienne: inflację CPI, inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i paliw oraz wspomnianą lukę popytową. Próba zawierała 73 kwartalnych obserwacji począwszy od trzeciego kwartału 2001 do trzeciego kwartału 2019.



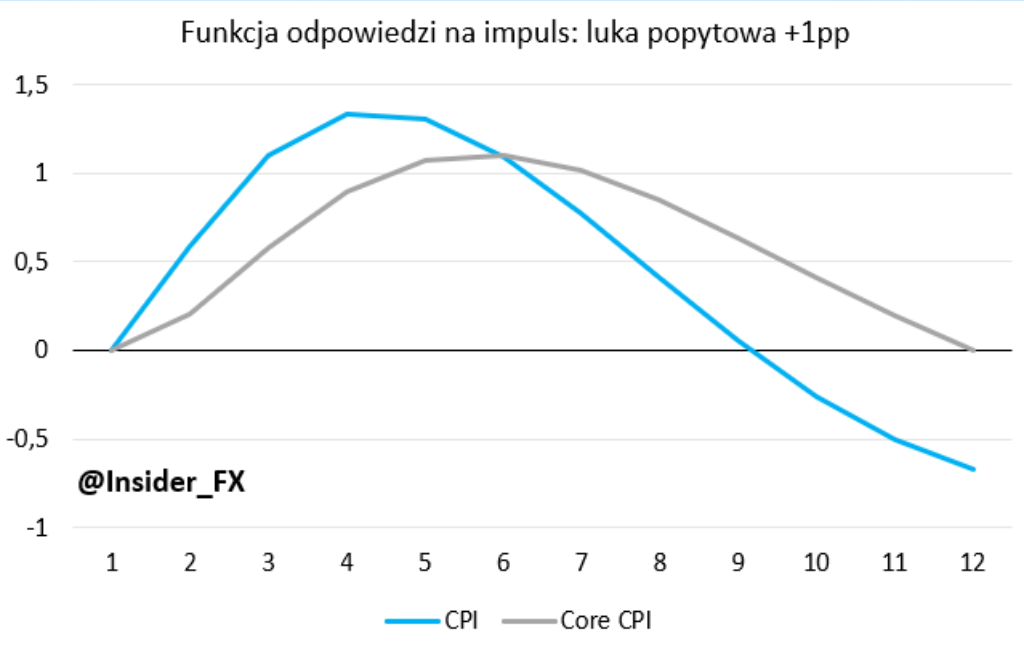
Produkt potencjalny (na bazie filtra HP) wraz z luką popytową oraz miernikami inflacji w Polsce, źródło: Eurostat, GUS, InsiderFX Research

Zanim przejdę do właściwego omówienia wyników estymacji warto pochylić się trochę nad samą koncepcją luki popytowej i jej wpływem na inflację w Polsce. Jak widać na wykresie obok, zmiany luki popytowej miały historycznie rzecz ujmując istotnie statystycznie wpływ na zmiany dynamiki wzrostu cen, zarówno jeśli chodzi o wskaźnik CPI, jak i miernik inflacji bazowej. W tym miejscu muszę jednak podkreślić, że uzyskana przeze mnie luka popytowa korzysta z potencjalnego PKB określonego poprzez użycie filtra HP, która to metoda nie pozwala na dekompozycję tegoż produktu. Mimo relatywnej prostoty obliczeń związek z procesami inflacyjnymi był historycznie satysfakcjonujący.

Co więcej, taka konstrukcja oznacza, że szereg luki popytowej jest stacjonarny, co jest również pozytywną cechą w procesie estymacji, gdyż pozwala uniknąć różnicowania. Wracając do tematu, na początku grudnia stwierdziłem, że luka popytowa przestała już rosnąć, a kolejne kwartały będą prowadziły do jej domykania, tj. zmierzania w kierunku zera. Historyczne standardy sugerują, że tak mierzona luka może domknąć się całkowicie na przestrzeni czterech kwartałów, co wskazywałoby na koniec trzeciego kwartału 2020 roku. W mojej opinii w tym okresie wzrost gospodarczy będzie czynnikiem faktycznie hamującym dalszy wzrost cen w polskiej gospodarce, co będzie mocniej widoczne w drugiej połowie 2020, kiedy baza dla kategorii żywności będzie już wysoka. Stąd prognozowane przeze mnie

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

względne szybkie zejście na rocznej dynamice CPI po szczycie osiągniętym w pierwszym kwartale nowego roku (około 3,2% w pierwszej połowie w porównaniu z 2,5% w drugiej połowie roku), choć po grudniowej publikacji GUS ryzyko wyższej ścieżki zwiększyło się.



Wynik funkcji odpowiedzi na impuls luki popytowej na procesy inflacyjne w polskiej gospodarce, źródło: GUS, InsiderFX Research

Tak jak pisałem wcześniej, celem analizy było skwantyfikowanie wpływu zmian luki popytowej na dynamikę wzrostu cen w Polsce (stacjonarność szeregu luki sprawia, że zmniejsza się prawdopodobieństwo mocno nieliniowej zależności). Głównym zadaniem zbudowanego modelu VAR było przeprowadzenie analizy funkcji odpowiedzi na impuls, którym to impulsem był szok po stronie luki popytowej w postaci nagłego wzrostu o 1 punkt procentowy. Wyniki estymacji wskazują o ile punktów procentowych inflacja CPI oraz bazowa CPI mogłyby być wyższe w poszczególnym kwartale po wystąpieniu (ceteris paribus) takiego szoku (nie biorę pod uwagę efektu skumulowanego). Jak widać trwałość i siła wpływu gwałtownego wzrostu luki popytowej różni się w zależności od przyjętego wskaźnika inflacji. W przypadku szerokiego indeksu CPI szczyt co do siły osiągamy po czwartym kwartale i wynosi on 1,3 pkt. proc., po tym okresie efekt zaczyna stopniowo zanikać, by od dziesiątego kwartału znaleźć się już w ujemnym terytorium. Inaczej przebieg tego zjawiska wygląda w inflacji bazowej, gdzie wpływ zmiany luki popytowej jest znacznie bardziej trwały, ale nieco płytszy. Maksymalną wartość osiągamy po szóstym kwartale i wynosi ona 1,1 pkt. proc., po tym okresie impuls zaczyna wygasać, niemniej w horyzoncie trzech lat pozostaje dodatni. W rezultacie, w horyzoncie trzech lat skumulowany efekt szokowego wzrostu luki popytowej jest wyższy w przypadku inflacji bazowej (7 pkt. proc.), aniżeli inflacji CPI (5,2 pkt. proc.).

Wnioskiem niniejszej analizy jest to, że w przypadku domykania się luki popytowej (tj. znikanie dodatniej luki) na początku większy wpływ powinien być widoczny w szerokim indeksie CPI (stopniowe obniżanie się dynamiki wzrostu), a relacja ta może się odwrócić dopiero po około sześciu kwartałach. Taki przebieg funkcji odpowiedzi na impuls może

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

wynikać z faktu, iż usługi są znacznie mniej wrażliwe na zmiany koniunktury gospodarczej w porównaniu z pozostałymi sektorami, o czym pisałem już wielokrotnie. Z tego też powodu stopniowe obniżanie się dynamiki wzrostu PKB na początku bardziej dotyka branże przemysłowe, a dopiero później zaczyna kłaść się cieniem na sektor usług, gdzie widmo niższego popytu implikuje niższe ceny w wyniku chęci utrzymania udziału rynkowego. Wreszcie, wyniki tychże szacunków podparte są analizą wariancji inflacji CPI oraz bazowej CPI, z których wynika, iż po pierwszym roku zmienność luki popytowej odpowiada za blisko 40% zmienności inflacji CPI, ale już tylko nieco ponad 20% w przypadku inflacji bazowej. Niemniej w horyzoncie ponad dwóch lat proporcje te rosną do odpowiednio 45% i 50%, co pokazuje nieco wyższą wrażliwość kategorii bazowych na zmiany luki popytowej w długim okresie.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Arkadiusz Balcerowski
Ekonomista | Makler Papierów Wartościowych

E-mail: kontakt@insiderfx.pl
Tel.: 793 385 825

Przedstawione w powyższych analizach treści, sporządzone z najwyższą starannością i według najlepszej wiedzy autora, mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie stanowią one porady inwestycyjnej, ani rekomendacji w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Autor nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie powyższych danych, ani za szkody poniesione w ich wyniku.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)