



**Piotr Minkina**  
Dyrektor  
ds. Produktów Inwestycyjnych

## Ropa naftowa kontra jabłka, czyli jaką mamy obecnie inflację i co z tego wynika?

Robiąc zakupy coraz częściej słyszę dyskusje o rosnących cenach niektórych produktów, zwłaszcza tych pierwszej potrzeby, takich jak żywność czy artykuły higieniczne. Z drugiej strony pojawiają się informacje o spadających cenach paliw, gazu ziemnego, odzieży czy oczekiwanych spadkach usług hotelarskich w czasie nadchodzących wakacji.

Wiele osób do opisu zjawiska zmian cen, oprócz potocznej „drożyzny”, używa oficjalnego pojęcia inflacji. Słyszymy zatem stwierdzenia o wysokiej inflacji, rosnącej inflacji, obawie, że inflacja w przyszłości będzie rosła. Z drugiej jednak strony do opinii publicznej przebija się stwierdzenie o zagrożeniu deflacją.

Jak zatem podchodzić do tych zagadnień? W niniejszym opracowaniu chcemy poruszyć kilka najbardziej popularnych kwestii dotyczących zmian cen produktów ważnych dla przeciętnego polskiego gospodarstwa domowego (nie wglębiamy się w ceny w przemyśle) i odpowiedzieć na najważniejsze pytania:

- Czy ceny rosną czy też spadają i z czego to wynika?
- Co kupuje przeciętne gospodarstwo domowe?
- Czy każdy ma swoją własną inflację?
- Jak się kształtują ceny w pandemii?
- Co dalej?
- Jak dostosować swój portfel inwestycyjny?

Ufamy, że odpowiedzi na te pytania pomogą w zrozumieniu otaczających nas procesów w kontekście codziennych decyzji związanych z dysponowaniem swoim kapitałem.

### **Czy ceny rosną czy spadają i z czego to wynika?**

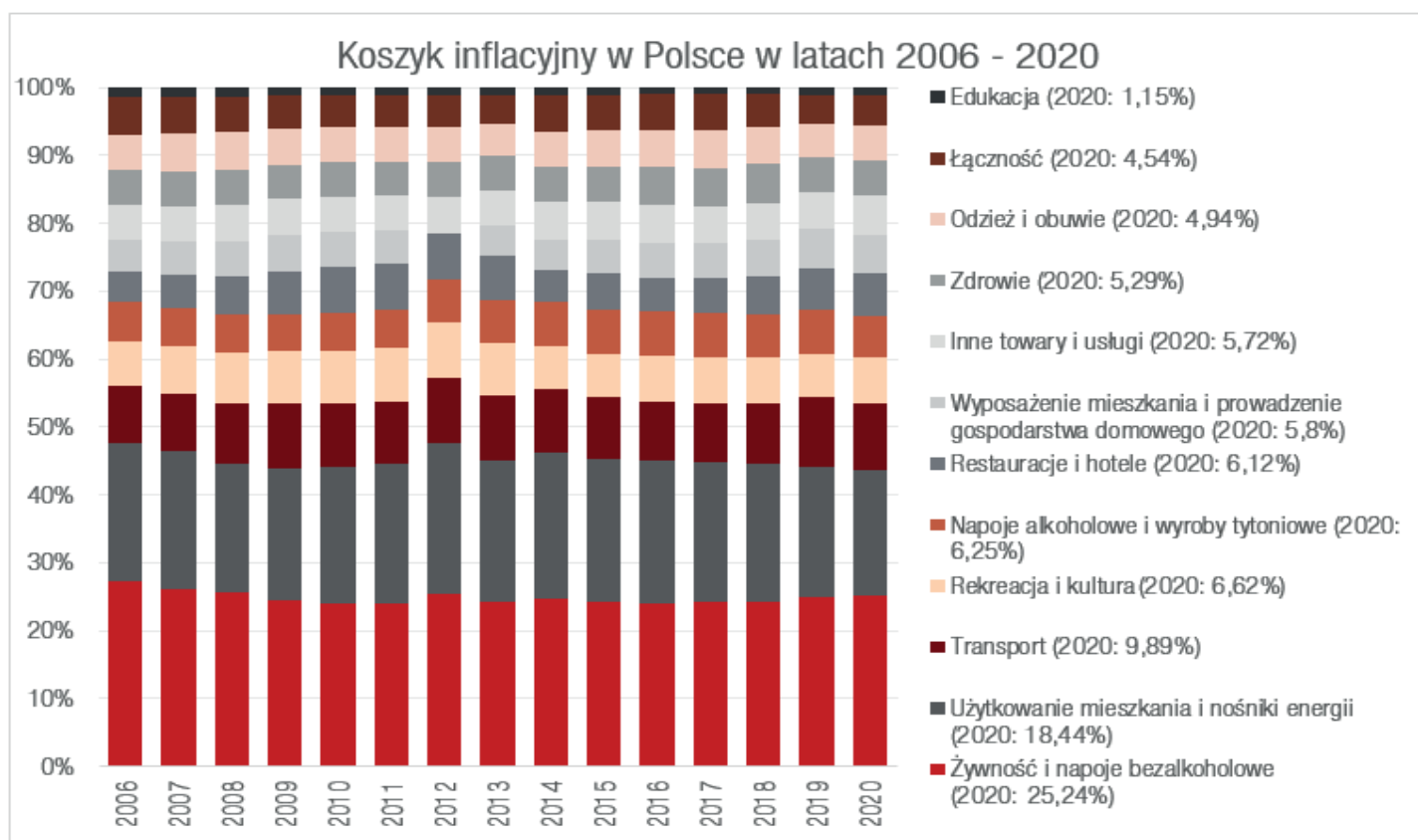
Na świecie obraca się codziennie milionami różnego rodzaju dóbr i usług. Wartość każdego z tych dóbr, wyrażona ceną w pieniądzu, zmienia się i na tę zmianę ma wpływ nieustające ścieranie się dwóch sił: popytu i podaży w ujęciu całościowym (popyt i podaż globalna) oraz na poziomie poszczególnych dóbr i usług (popyt i podaż rynkowa). Podczas, gdy jedne dobra czy usługi drożeją, inne tanieją lub ich wartość nie zmienia się. Sam wzrost cen jednego dobra nie oznacza jeszcze inflacji, bowiem to przeważająca tendencja decyduje, czy w danym momencie mamy do czynienia z przeciętnym wzrostem (inflacją) lub przeciętnym spadkiem cen (deflacją) wynikającym ze ścierania się globalnego popytu z globalną podażą. Wobec tego tak jak wzrost cen jabłek jeszcze nie świadczy o inflacji, tak spadek cen ropy jeszcze nie świadczy o deflacji, choć oba te dobra mają wpływ na przeciętny poziom cen w gospodarce. Polska w swoim systemie statystycznym, jako miernik przeciętnego poziomu cen w gospodarce, przyjęła wskaźnik cen konsumpcyjnych CPI – skrót od Consumer Price Index.

## Ropa naftowa kontra jabłka, czyli jaką mamy obecnie inflację i co z tego wynika?

### Co kupuje przeciętne gospodarstwo domowe?

Każde gospodarstwo domowe dysponuje pewnym dochodem. Z tym dochodem może zrobić w sumie dwie rzeczy: wydać lub oszczędzić. W tym momencie analizy interesują nas wydatki. Na poziomie całej gospodarki, na podstawie badań budżetów domowych i z wykorzystaniem opracowanej na poziomie międzynarodowym metodologii, tworzona jest struktura wydatków gospodarstw domowych nazywana koszykiem inflacyjnym. Preferencje konsumentów nie są stałe – ulegają przetasowaniom tak samo jak usługi i towary dostępne na rynku i nabywane przez konsumentów. Zatem koszyk inflacyjny musi podlegać aktualizacji. Dzieje się tak co roku na bazie badań przeprowadzanych w roku poprzednim. Koszyk inflacyjny podzielony jest na 12 działów wg metodologii Europejskiej Klasyfikacji Spożycia Indywidualnego wg Celu.

Dla Polski w ostatnich latach przedstawiał się on następująco:



Źródło: GUS. Opracowanie własne.

## Ropa naftowa kontra jabłka, czyli jaką mamy obecnie inflację i co z tego wynika?

### Każdy ma swój własny koszyk inflacyjny

Pieniądze wydajemy w różny sposób. Koneserzy kulinarni mogą kupować więcej wysokogatunkowej żywności kosztem odzieży, influencerzy modowi wydawać więcej na ubrania, a miłośnicy sportu na sprzęt do ćwiczeń i karnety do klubów sportowych. Wydatki emerytów różnią się strukturą od wydatków młodych małżeństw, itp. Każdy ma zatem swój własny koszyk inflacyjny i zmiany cen w poszczególnych kategoriach różnie wpływają na wysokość naszych wydatków. Nie da się jednak zmierzyć przeciętnego poziomu cen na podstawie danych każdego konsumenta. Statystycy są świadomi tego problemu dlatego, przy zastosowaniu pewnego uproszczenia w odwzorowaniu rzeczywistości, podejmują wysiłek badania koszyka inflacyjnego dla różnych grup konsumentów. I tak oprócz koszyka inflacyjnego dla przeciętnego gospodarstwa domowego, GUS opracowuje koszyki dla innych grup, takich jak: gospodarstwa domowe pracowników, rolników, pracujących na własny rachunek, emerytów i rencistów, czy wreszcie gospodarstwa domowe utrzymujące się z niezarobkowych źródeł. Grupy tworzone są wg kryterium głównego źródła utrzymania.

### Ropa naftowa kontra jabłka

Koszyk inflacyjny dzieli się na 12 głównych działów. Każdy dział z kolei na kolejne podkategorie, aż do poziomu konkretnych produktów i usług należących do około 340 grup elementarnych. W Polsce ten koszyk w 2019 r. składał się z około 1 500 pozycji, które miały różne wagi. Pełna lista produktów z koszyka nie jest publikowana, w obawie przed manipulacją.

A co z naszymi jabłkami? Otóż założmy, że ceny jabłek ujmowane są w dziale żywność i napoje bezalkoholowe, który to na poziomie elementarnym składa się z 80 produktów, a ceny paliw ujmowane są w kategorii transport.

Jak zatem ceny ropy naftowej i jabłek wpłyną na ogólny poziom cen w gospodarce? Otóż zmiana ich cen wpływa na wartość koszyka inflacyjnego, przy czym cena paliw waży więcej niż cena jabłek. Zatem niewielka zmiana cen benzyny będzie miała większy wpływ na wskaźnik inflacji niż taka sama zmiana cen jabłek.

### Ceny w pandemii

Zamknięcie gospodarki gwałtownie i w brutalny sposób zmieniło krótkoterminowe zachowania konsumpcyjne nie tylko Polaków, a w dłuższym okresie może też przyczynić się do trwałej zmiany nawyków. Ponadto zmieniło relacje między cenami w koszykach zakupowych.

Z jednej strony, w związku z robieniem dodatkowych zapasów w obawie przed ograniczeniami w poruszaniu się, wzrósł popyt na dobra pierwszej potrzeby. Z półek sklepów zniknęło wiele produktów, takich jak żywność z długim terminem przydatności do spożycia, środki higieny, itp. Doprowadziło to do krótkoterminowych deficytów i wzrostu cen.

## Ropa naftowa kontra jabłka, czyli jaką mamy obecnie inflację i co z tego wynika?

Z drugiej strony, ze względu na rzadsze korzystanie z samochodów, samolotów i ograniczony dostęp do wielu usług (hotele, restauracji i innych rozrywek poza domem) spadł popyt na paliwa. Ponadto zamknięcie granic oraz utrudnienia w transporcie stały się barierą dla wymiany dóbr. Ograniczyło to zarówno konkurencyjność jak i substytucyjność (czyli „zamiennosc”) produktów, co w konsekwencji podniosło ich ceny. Np. w normalnych czasach kupowaliśmy i pomarańcze i jabłka. Pomarańcze stały się mniej dostępne i droższe, więc zaczęliśmy kupować więcej jabłek i ceny jabłek wzrosły. Na to wszystko dodatkowo nałożyło się widmo suszy.

Podsumowując, zaczęliśmy kupować więcej jednych dóbr i usług, choć stały się droższe, a przestaliśmy nabywać inne dobra i usługi, choć stały się znacznie tańsze.

### Ceny a inflacja

Ostatni odczyt inflacji podany przez GUS w tzw. szybkim szacunku pokazuje, że wyniosła ona 3,4% w ujęciu rok do roku. W ujęciu miesiąc do miesiąca wskaźnik wyniósł 0%, choć wzrosły ceny żywności i nośników energii, a bezprecedensowo spadły ceny paliw do prywatnych środków transportu. Czy te liczby dobrze oddają to, co się stało z naszym schematem konsumpcji? Niestety nie, bowiem aby zachować czystość metodologii i porównywalność danych, GUS cały czas wykorzystuje wagi z koszyka z 2019 r. kierując się założeniem, że struktura konsumpcji nie ulega drastycznym zmianom. Zakłada zatem, że kupujemy mniej więcej tyle samo paliwa co w 2019 r., tyle samo odzieży i tak samo korzystamy z usług hoteli i ofert restauracji. Oznacza to również, że taką samą proporcję dochodów wydajemy na żywność. Np. przy dużym poziomie ogólności i zastosowaniu w/w metodologii spadek cen paliw do prywatnych środków transportu o około 20% obniża nasz wydatek na paliwa w koszyku inflacyjnym o 20%. W rzeczywistości nasze wydatki na paliwa zredukowaliśmy o wiele bardziej, bowiem tankujemy o wiele rzadziej. Im dłużej będzie trwała ta zmiana w proporcjach konsumpcji względem 2019 r., tym bardziej wskaźnik inflacji będzie „rozjeżdżał się” z odzwierciedleniem zmian cen faktycznej struktury konsumpcji.

Dodatkowym czynnikiem wzmacniającym to niedopasowanie są problemy ze zbieraniem danych przez GUS. Wiele punktów, z których ankietery czerpali informacje o cenach, jest zamkniętych. GUS korzysta z kilku metodologii pobierania cen w takich sytuacjach. Jedną z nich jest wykorzystanie cen z ostatniego dostępnego miesiąca, kiedy sytuacja była normalna. Czyli np. cena za usługi hotelowe wynosi tyle co w lutym, chociaż hotele były w kwietniu zamknięte.

Z drugiej jednak strony, im szybciej sytuacja wróci do normalności, tym szybciej statystyka zacznie tę normalność odzwierciedlać. Otwartym i bardzo ważnym pytaniem jest to, jak będzie wyglądał koszyk inflacyjny w 2021 r., który będzie już musiał odzwierciedlać strukturę konsumpcji z roku bieżącego.

### Co dalej?

Wiele elementów będzie miało wpływ na ceny. Po pierwsze, zaburzenia w funkcjonowaniu gospodarki oraz czynniki zewnętrzne mają już wpływ na ceny rynkowe produktów. Drożeją niektóre produkty żywnościowe (widmo suszy, spadek wymiany handlowej, spadek produkcji substytutów za granicą itp.), wzrosły opłaty za wywóz śmieci (czynnik administracyjny), a z drugiej strony tanieją paliwa (nadal wysokie wydobycie, drastyczny spadek zapotrzebowania na ropę).

## Ropa naftowa kontra jabłka, czyli jaką mamy obecnie inflację i co z tego wynika?

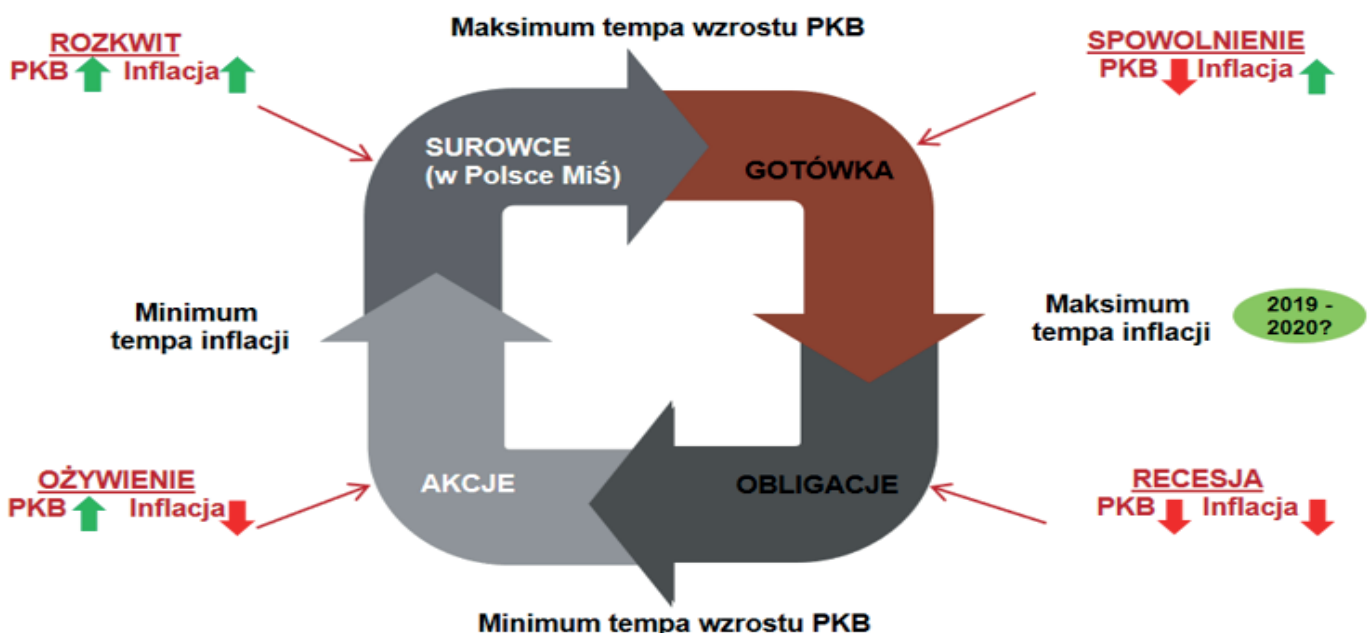
Jednak pamiętajmy, że wskaźnik zmiany cen jest miernikiem przeciętnego poziomu cen w całej gospodarce, uwzględniającym zmiany cen reprezentantów produktów w koszyku inflacyjnym. Dlatego warto spojrzeć na oczekiwane zmiany w globalnym popycie i globalnej podaży na dobra. I tak recesja w gospodarce to tworzenie PKB poniżej potencjału i silny czynnik sprzyjający spadkom poziomu globalnego popytu. Wzrost stopy bezrobocia oraz mniejszy wzrost wynagrodzeń oznacza redukcję konsumpcji. Mniejsza konsumpcja to mniejsze wydatki na dobra i usługi, a w rezultacie presja na spadek cen.

Pandemia to również ograniczenia ze strony podażowej: mniejsza produkcja, mniejsza wymiana towarowa i ograniczenie konkurencyjności, czyli spadek poziomu globalnej podaży sprzyjający wzrostom cen. Do czynników wzrostowych dodać należy efekt monetarystyczny związany ze zwiększeniem ilości pieniądza w obiegu (np. w Polsce wzrost bazy monetarnej to M1 + 10,3% YTD, M2 +5,7% YTD), a także składnik inflacji zwany inflacją inercyjną (wyższa inflacja w przeszłości to wzrost oczekiwań na przyszłość, stwarzający trudności zwłaszcza po okresie wzrostu). Ponadto dłuższe utrzymanie odmiennego od normy stanu gospodarki zmienia nawyki konsumpcyjne i koszyk inflacyjny.

W efekcie szacujemy, że inflacja w 2020 r. będzie miała raczej tendencję do spadku. Obniżanie tempa inflacji może być powolne, aby na koniec roku wynieść poniżej 3,0%. Natomiast jej średni poziom powinien znaleźć się w przedziale 3,4% – 3,6%”.

### Jak dostosować portfel inwestycyjny?

Modelowy schemat zachowania względnych cen różnych klas aktywów bazuje na dwóch „współrzędnych” makroekonomicznych, tj. tempie wzrostu gospodarczego i kierunku zmian cen.



## Ropa naftowa kontra jabłka, czyli jaką mamy obecnie inflację i co z tego wynika?

Jeżeli mielibyśmy się pokusić o ocenę przydatności tego modelu, to warto sprawdzić czy historycznie dawał on przydatne wskazówki.

	Od min CPI do max PKB	Od max PKB do max CPI	Od max CPI do min PKB	Od min PKB do min CPI
<b>Obbligacje 1-5 lat (Bloomberg Barclays Series-E Poland Govt 1-5 Yr Bond Index)</b>				
Cykl 2003-2006	-0,31%	-0,60%	3,33%	10,18%
Cykl 2006 - 2010	2,14%	0,98%	3,39%	5,71%
Cykl 2010 - 2015	0,90%	0,85%	5,61%	9,19%
Cykl 2015 - obecnie	4,78%	3,49%	1,47%*	?
<b>Obbligacje powyżej roku (Bloomberg Barclays Series-E Poland Govt All &gt; 1 Yr Bond Index)</b>				
Cykl 2003-2006	-1,21%	-1,27%	4,20%	11,33%
Cykl 2006 - 2010	2,06%	0,02%	4,03%	5,50%
Cykl 2010 - 2015	-0,06%	1,22%	10,19%	13,07%
Cykl 2015 - obecnie	3,73%	7,36%	1,84%*	?
<b>Indeks WIG</b>				
Cykl 2003-2006	45,37%	11,95%	6,07%	55,33%
Cykl 2006 - 2010	24,17%	-24,83%	-34,11%	49,89%
Cykl 2010 - 2015	15,95%	-23,23%	14,24%	13,20%
Cykl 2015 - obecnie	13,30%	-23,86%	-9,19%*	?
<b>Stopa wolna od ryzyka</b>				
Cykl 2003-2006	3,23%	1,51%	0,49%	5,79%
Cykl 2006 - 2010	1,95%	1,59%	0,64%	3,17%
Cykl 2010 - 2015	0,07%	-0,06%	0,94%	7,71%
Cykl 2015 - obecnie	5,07%	-1,74%	-0,48%*	?
<b>Średni poziom inflacji (CPI R/R) w badanych okresach</b>				
Cykl 2003-2006	0,63%	1,55%	1,51%	2,87%
Cykl 2006 - 2010	0,72%	5,42%	1,37%	5,16%
Cykl 2010 - 2015	2,55%	2,19%	4,34%	0,60%
Cykl 2015 - obecnie	-0,56%	5,87%	0,75%*	?

Źródło: Bloomberg. Opracowanie własne. Stopy zwrotu w danych okresach skorygowane o średni poziom inflacji uwzględniający długość badanego okresu.

Dane pokazują, że punkty zwrotne - zwłaszcza na płaszczyźnie dług vs akcje - pomagają w określeniu, jak budować skład portfela. Jednakże w dobie interwencjonizmu banków centralnych i utrzymywaniu niskich stóp procentowych pomimo inflacji, działa on z pewnymi odchyleniami (głównie na rynku długu). Obligacje potrafią drożeć w okresach wzrostu cen, gdyż rentowności „ciążą” w kierunku stopy wolnej od ryzyka, a cały proces dodatkowo jest wzmacniany skupem aktywów.



## Ropa naftowa kontra jabłka, czyli jaką mamy obecnie inflację i co z tego wynika?

**Aby chronić kapitał przed inflacją należy osiągać stopę z inwestycji równą przynajmniej poziomowi inflacji. Przy poziomie stopy wolnej od ryzyka w wysokości 0,5% i inflacji 3,4% jest to poważne wyzwanie, bowiem musimy „pobić” stopę wolną od ryzyka aż 7-krotnie.**

Przekroczyliśmy już punkt maksymalnego poziomu inflacji. Choć obligacje skarbowe jeszcze nie są ekstremalnie drogie, to jednak ich rentowności realne są ujemne. Gdzie zatem poszukiwać stopy zwrotu? Otóż, w tak dynamicznym otoczeniu i uwzględniając spływające dane, faza cyklu od maksimum inflacji do minimum tempa wzrostu gospodarczego może trwać stosunkowo krótko. Realizacja takiego scenariusza faworyzuje udział w portfelu instrumentów dających ekspozycję na poprawę warunków gospodarczych, takich jak obligacje korporacyjne starannie dobranych emitentów oraz dobrze wyselekcjonowane akcje. Dodatkowo, w celu dywersyfikacji inwestycji, warto utrzymywać ekspozycję na złoto.

Niniejszy materiał jest rozpowszechniany w celu reklamy lub promocji usług świadczonych przez Generali Investments TFI S.A. które działa na podstawie decyzji Komisji Papierów Wartościowych (obecnie: KNF) z dnia 1 czerwca 1995 r., nr decyzji KPW-4073- 1\95.

Brak gwarancji osiągnięcia celów inwestycyjnych subfunduszy. Uczestnik musi się liczyć z możliwością zmniejszenia lub utraty zainwestowanych środków. Wyniki inwestycji mogą być pomniejszone o pobrane opłaty manipulacyjne i podatki. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia ich w przyszłości. Decyzje inwestycyjne dotyczące inwestowania w fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie po zapoznaniu się z Prospektami informacyjnymi funduszy, zawierającymi szczegółowe informacje w zakresie: czynników ryzyka, zasad sprzedaży jednostek uczestnictwa funduszy, tabelę opłat manipulacyjnych oraz informacje podatkowe. Prospekty informacyjne, Kluczowe informacje dla Inwestorów, Informacje dla Klienta AFI, tabele opłat, dane o ryzyku inwestycyjnym i podatkach dostępne są na stronie [www.generali-investments.pl](http://www.generali-investments.pl).