

Dział Analiz Allianz

# "Pięć D" strukturalnie wyższej inflacji

Demografia, dekarbonizacja, deglobalizacja, dług, digitalizacja

lutu 2023

**Jordi Basco Carrera**Lead Investment Strategist  
[jordi.basco\\_carrera@allianz.com](mailto:jordi.basco_carrera@allianz.com)**Pablo Espinosa Uriel**Investment Strategist, Emerging  
Markets & Alternative Assets  
[pablo.espinosa-urIEL@allianz.com](mailto:pablo.espinosa-urIEL@allianz.com)**Michaela Grimm**Senior Economist,  
Demography & Social Protection  
[michaela.grimm@allianz.com](mailto:michaela.grimm@allianz.com)**Arne Holzhausen**Head of Insurance, Wealth & Trends  
[arne.holzhausen@allianz.com](mailto:arne.holzhausen@allianz.com)**Françoise Huang**Senior Economist for Asia Pacific  
[francoise.huang@allianz-trade.com](mailto:francoise.huang@allianz-trade.com)**Andreas Jobst**Head of Macroeconomic and Capital  
Markets Research  
[andreas.jobst@allianz.com](mailto:andreas.jobst@allianz.com)**Ano Kuhanathan**Head of Corporate Research  
[ano.kuhanathan@allianz-trade.com](mailto:ano.kuhanathan@allianz-trade.com)**Patricia Pelayo-Romero**Economist, Insurance & ESG  
[patricia.pelayo-romero@allianz.com](mailto:patricia.pelayo-romero@allianz.com)**Ludovic Subran**Chief Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)**Markus Zimmer**Senior Economist ESG  
[markus.zimmer@allianz.com](mailto:markus.zimmer@allianz.com)

## Streszczenie

W ostatnich dekadach, a zwłaszcza od czasu globalnego kryzysu finansowego (GFC), czynniki strukturalne spowodowały sekularny spadek inflacji. Globalizacja, digitalizacja i starzenie się społeczeństw w gospodarkach zaawansowanych były silnymi siłami deflacyjnymi.

Negatywne wstrząsy po stronie podaży wywołane ostatnimi kryzysami odwróciły ten trend - inflacja gwałtownie wzrosła w wyniku zastosowania środków ograniczających (ograniczających łańcuchy dostaw) lub sankcji na import energii z Rosji (podnoszących ceny gazu i ropy). Podczas gdy tworzenie bardziej odpornych łańcuchów dostaw i onshoring [przeniesienie działalności gospodarczej z powrotem do kraju macierzystego] może spowolnić tempo globalizacji (a tym samym zrestartować inflację z powodu zacieśnienia rynków pracy), wyższe ceny energii stanowią nowy czynnik strukturalny, który prawdopodobnie utrzyma się, nawet jeśli wojna na Ukrainie dobiegnie końca.

W Allianz Trade widzimy pięć czynników strukturalnych - pięć D - które będą determinować przebieg inflacji w dłuższym okresie: dekarbonizacja, demografia, digitalizacja, deglobalizacja i dług. Efekt netto tych czynników będzie inflacyjny, przy znacznym zróżnicowaniu w poszczególnych krajach. Podaż pracy maleje, co zwiększa presję płacową (demografia). Koszty rosną bezpośrednio (dekarbonizacja lub wzrost cen węgla) lub pośrednio (deglobalizacja). Rośnie siła cenowa firm (digitalizacja). A rosnący poziom długu może wywołać nastawienie inflacyjne, który z kolei może zagrozić niezależności banków centralnych, jeśli obawy związane ze stabilnością długu będą przeszkadzać w ustalaniu polityki pieniężnej ukierunkowanej na utrzymanie cen na poziomie celu inflacyjnego.

Wpływ tych czynników na inflację może jednak ulec zmianie i jest w znacznym stopniu uzależniony od rozwoju gospodarczego i decyzji politycznych dotyczących strony popytowej. Na przykład spadek siły roboczej może być łagodzony przez środki zaradcze mające na celu zwiększenie wskaźników aktywności zawodowej (np. więcej starszych pracowników i więcej kobiet zatrudnionych w pełnym wymiarze czasu pracy). Inflacyjny wpływ deglobalizacji - a dokładniej oddzielenia od Chin - zależy w dużej mierze od okoliczności geopolitycznych.

Nie można również ignorować strony popytowej. Dekarbonizacja jest jednym z przykładów. Im wyższa cena węgla, tym szybciej systemy energetyczne odchodzą od paliw

kopalnych - i tym mniejszy wpływ konsumpcji energii na inflację. To samo dotyczy demografii: osoby starsze zazwyczaj konsumują mniej i w inny sposób, co może mieć efekt dezinflacyjny ze względu na wyższe oszczędności (zwłaszcza jeśli systemy zabezpieczenia społecznego zapewniają mniejszą ochronę finansową na starość). Wreszcie inwestycje w innowacje i automatyzację (np. sztuczną inteligencję) mogą przynieść większy wzrost wydajności, który stłumi inflację.

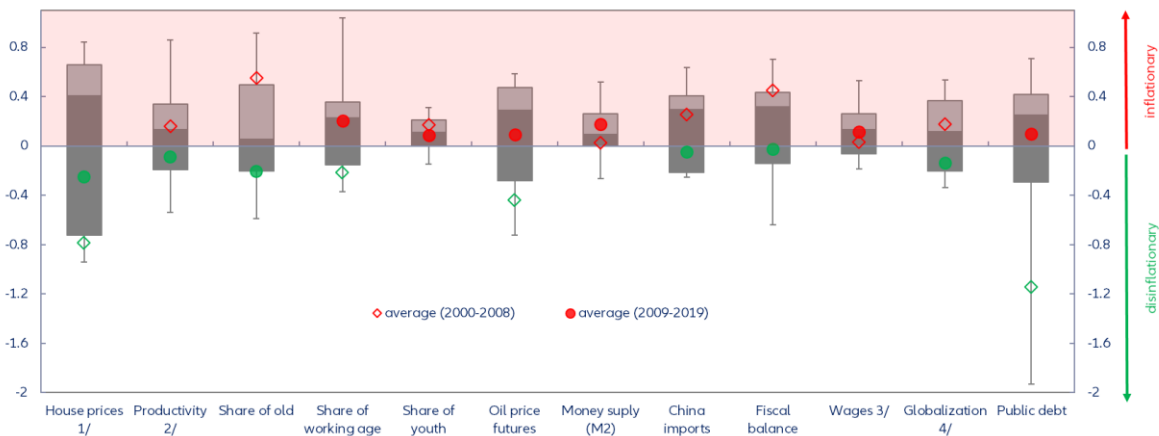
Dlatego też rzeczywisty lub skorygowany wpływ inflacji może znacznie różnić się od początkowego impulsu. W dłuższej perspektywie największą presję inflacyjną w Allianz Trade widzimy ze strony demografii, deglobalizacji i długu, ponieważ te trendy najtrudniej jest złagodzić - a nawet mogą się jeszcze bardziej pogorszyć. Ogólnie rzecz biorąc, pięć D może znacząco podnieść roczną inflację (nawet o 1 pp).

## Koniec boskiego zbiegu okoliczności: Od dezinflacji do szalejącej inflacji

**Inflacja jest napędzana zarówno przez czynniki cykliczne, jak i strukturalne.** Stopa inflacji obejmuje szeroką bazę dóbr i usług konsumpcyjnych. Ceny towarów i żywności są zazwyczaj bardziej zmiennymi składnikami inflacji, a zatem wpływają na nią przejściowo. Większość banków centralnych dąży do niskiej i stabilnej stopy inflacji w średnim okresie (zwykle 2%), co jest równoznaczne z ustaleniem celu inflacyjnego jako celu stabilności cen. Analizując one krótkoterminowe zmiany inflacji odbiegające od celu inflacyjnego (takie jak szoki kosztowe spowodowane cenami towarów, kursem wymiany walut, ograniczeniami mocy produkcyjnych) i polegają w większym stopniu na miarach inflacji bazowej przy określaniu swojego nastawienia monetarnego (w szczególności na inflacji bazowej, która pomija ceny energii i żywności). Jednakże na dynamikę inflacji wpływają również stopniowe zmiany czynników strukturalnych, które wpływają na popyt i podaż na towary i usługi. Zmiany te mogą wynikać zarówno z czynników krajowych (np. starzenie się społeczeństw i ich rosnąca skłonność do oszczędzania), jak i zewnętrznych (np. rosnąca integracja handlu i rynku pracy w wyniku globalizacji). Ze względu na swój stopniowy, ale trwały charakter, zmiany strukturalne mają trwały wpływ na składniki inflacji, a zatem mogą istotnie zmienić dynamikę inflacji w dłuższym horyzoncie czasowym.

**W ostatnich dekadach, a zwłaszcza od czasu globalnego kryzysu finansowego (GFC), czynniki strukturalne spowodowały sekularny spadek stóp inflacji.** Nasza analiza zmian inflacji dla krajów członkowskich OECD od lat 2000 pokazuje, że globalizacja znacząco przyczyniła się do rosnącej konwergencji stóp inflacji i spadku zmienności. W szczególności, szacunki rekurencyjne na Wykresie 1 pokazują wysokie statystyczne i ekonomiczne znaczenie wydajności pracy, kurczącej się siły roboczej i globalizacji jako sił dezinflacyjnych, które z czasem zyskały na znaczeniu.

Wykres 1: Strukturalne czynniki wpływające na globalną inflację (kraje OECD): Bayesowskie współczynniki zmiennych objaśniających (2000-2019)



Źródła: Bloomberg LP, Haver, IFS, IMF World Economic Outlook, IMF-Real Estate Index, Refinitiv Datastream, United Nations, Jobst (2016), Allianz Research. Uwaga: 1/ realny indeks cen domów; 2/ produkcja na godzinę; 3/ nominalne płace godzinowe; 4/ otwartość=światowy import/światowy PKB. Inflacja globalna mierzona jest jako główny składnik zdetrendowanych stóp inflacji wszystkich krajów OECD. Estymacja została zakończona z wykorzystaniem Bayesowskiego uśredniania modeli (BMA) do rozwiązania problemu regresji kanonicznej z 26 zmiennymi objaśniającymi (Fernandez i inni, 2001). Prezentowane wyniki pokazują najistotniejsze zmienne (tj. uszeregowane według ich posteriorowego prawdopodobieństwa włączenia (PIP), które przynajmniej raz znalazły się w 50 najlepszych modelach zawierających najskuteczniejsze predyktory obserwowanej wartości (tj. globalnej inflacji) w kroczącym oknie estymacji obejmującym pięć lat (począwszy od 2000 kw. 1) z kwartalną aktualizacją. Estymacje są generowane przy użyciu losowego priorytetu i 5 000 iteracji 1 000 losowań poprzez symulację Markov Chain Monte Carlo. Boxploty zawierają średnią dla dwóch różnych okresów (romb (2000-2008) i kropka (2009-2019)), jak również 25. i 75. percentyl (szara ramka, ze zmianą odcienia wskazującą na medianę) oraz 90. i 10. percentyl (wąsy) w całym okresie próby.

## Strukturalne czynniki wpływające na inflację - pięć D

Czynniki wpływające na inflację	Dodatni wpływ na inflację (nieskorygowany)		Potencjalne działania łagodzące		Potencjalna zmiana		Skuteczny wpływ na inflację
	siła*	dlaczego?	wykonalność**	jak?	prawdopodobieństwo*	co?	
Demografia	wysoka	malejąca siła robocza i presja płacowa	średnia	rosnące wskaźniki aktywności zawodowej, przekwalifikowanie/podniesienie kwalifikacji, automatyzacja	niskie	nieefektywna polityka rynku pracy, niewystarczająca realokacja pracy	wysoki
Dekarbonizacja	średnia	rosnące ceny paliw kopalnych	wysoka	przyspieszenie zielonej transformacji (inwestycje publiczne, B+R)	średnie	niekompletna zielona transformacja z powodu obaw o bezpieczeństwo energetyczne	niski
Deglobalizacja	średnia	rosnące koszty czynników produkcji i mniej konkurencyjne rynki produktów/pracy	niska	ożywienie multilateralizmu	wysokie	rosnące rozdrobnienie i oddzielenie dużych krajów rynków wschodzących	średni
Dług	średnia	wyższa dźwignia finansowa stwarza nastawienie inflacyjne	średnia	konsolidacja zadłużenia	średnie	podważanie niezależności banków centralnych	średni
Digitalizacja	niska	ustalanie cen danych i dyskryminacja cenowa	średnia	skuteczna regulacja gospodarki cyfrowej	średnie	utrzymujące się monopole cyfrowe/technologiczne, fragmentaryczne regulacje	niski
	wysoki: ponad 0,5% p.a. średni: 0,2% do 0,5% p.a. niski: poniżej 0,2% p.a.				wysokie: ponad 75% p.a. średnie: 50% do 75% p.a. niskie: poniżej 50% p.a.		

\* wysoki: ponad 0,5 pp p.a., średni: 0,2 pp p.a., niski: poniżej 0,2 pp p.a.

\*\* wysoki: ponad 75%, średni: 50% do 75%, niski: poniżej 50%

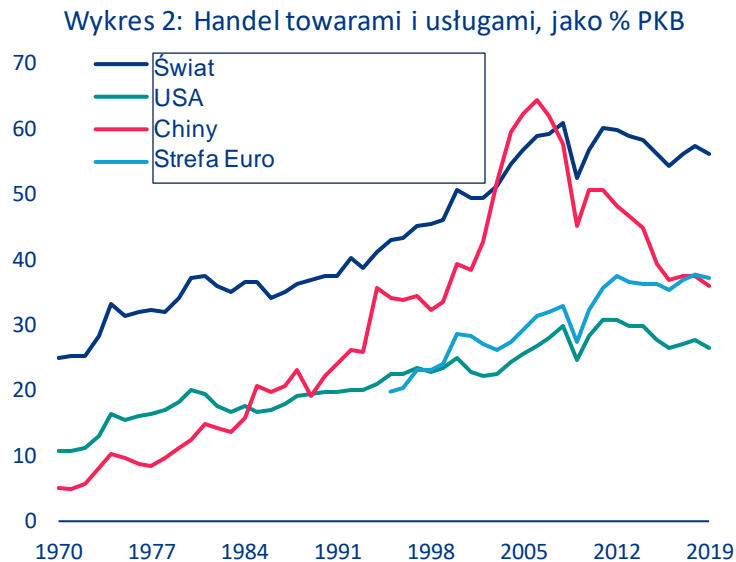
Źródło: Allianz Research.

Uwaga: 1/ "wysoki" = >0,5 pp rocznie, "średni" = 0,5-0,2 pp rocznie, "niski" = <0,2 pp rocznie; 2/ "wysoki" = >75%, "średni" = 50-75%, "niski" = <50%.

## Deglobalizacja

Globalny podział pracy nie jest już regulowany przez imperatyw efektywności, ale przez imperatyw odporności i bezpieczeństwa. Tendencja ta jest często podsumowywana pod hasłem "deglobalizacji". Ściśle rzecz biorąc, odwrócenie globalizacji nie jest jednak możliwe. Nastąpią jednak przesunięcia w zakresie powiązań. W przeszłości handel towarami rósł znacznie szybciej niż aktywność gospodarcza, co zaowocowało erą hiperglobalizacji (od lat 1980 do końca lat 2000), kiedy to gospodarki wschodzące w Azji, Ameryce Łacińskiej i Europie Środkowo-Wschodniej przyczyniły się do skomplikowania i zróżnicowania łańcuchów dostaw. Jednak w ostatnich latach przepływy towarów (ale nie np. usług i danych) ustabilizowały się (Wykres 2). Nawet jeśli to zahamowanie

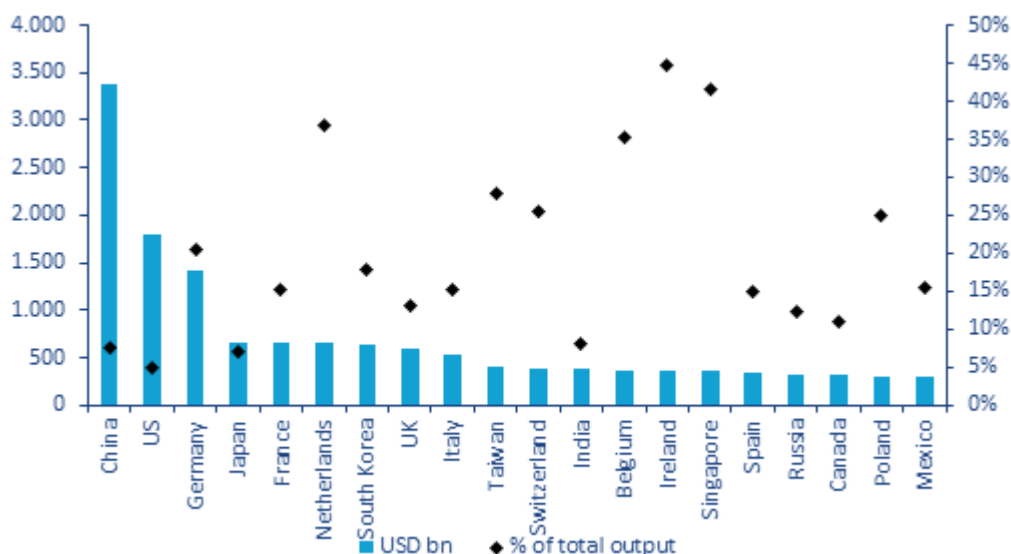
przerodzi się w całkowity spadek, nie będzie to oznaczało radykalnego zerwania stosunków handlowych, lecz raczej ich rekonfigurację: Przyszły wzrost gospodarczy spowodowałby powstanie mniejszej liczby nowych połączeń globalnych. W porównaniu do wspaniałych lat swobodnego rozwoju światowych rynków, byłoby to z pewnością wrażenie odwrotne; stąd wszechobecne mówienie o "deglobalizacji".



Źródła: Bank Światowy, źródła krajowe, Allianz Research.

**W epicentrum "deglobalizacji" znajdują się Chiny, ponieważ kraj ten jest zdecydowanie najważniejszym dostawcą środków produkcji (Wykres 3).** Podczas gdy (europejska) zależność od Rosji opierała się przede wszystkim na jej roli jako dostawcy (taniej) energii, przypadek Chin jest inny: ich wpływ opiera się przede wszystkim na ich ogromnym rynku. Siłą Chin nie jest ropa i gaz, ale miliony zamożnych konsumentów, a także pozycja kluczowego dostawcy wielu produktów. Na tle zmian w samych Chinach (np. rosnących kosztów pracy), coraz bardziej interwencjonistycznego zachowania rządu i pogarszających się relacji geopolitycznych (zwłaszcza z USA), wiele firm na Zachodzie zacznie w najbliższych latach ponownie przemyśleć swoją chińską strategię. Ciągła rywalizacja między Chinami a USA będzie miała swój udział w procesie rozdzielania, zwłaszcza w odniesieniu do zaawansowanych technologii: prawdopodobny wydaje się (dalszy) rozpad standardów i zasad technologicznych. Mniej prawdopodobny jest jednak prawdziwie dwubiegunowy świat, w którym firmy i państwa muszą wybierać strony. Oczekuje się, że oddzielenie od Chin pozostanie ograniczone, ponieważ wzajemne interesy biznesowe pozostają ogromne; większość krajów będzie starała się zabezpieczyć swoje relacje gospodarcze zarówno z Chinami, jak i z USA. Strategie dywersyfikacji, takie jak China Plus One, wydają się być coraz częściej rozważane przez firmy.

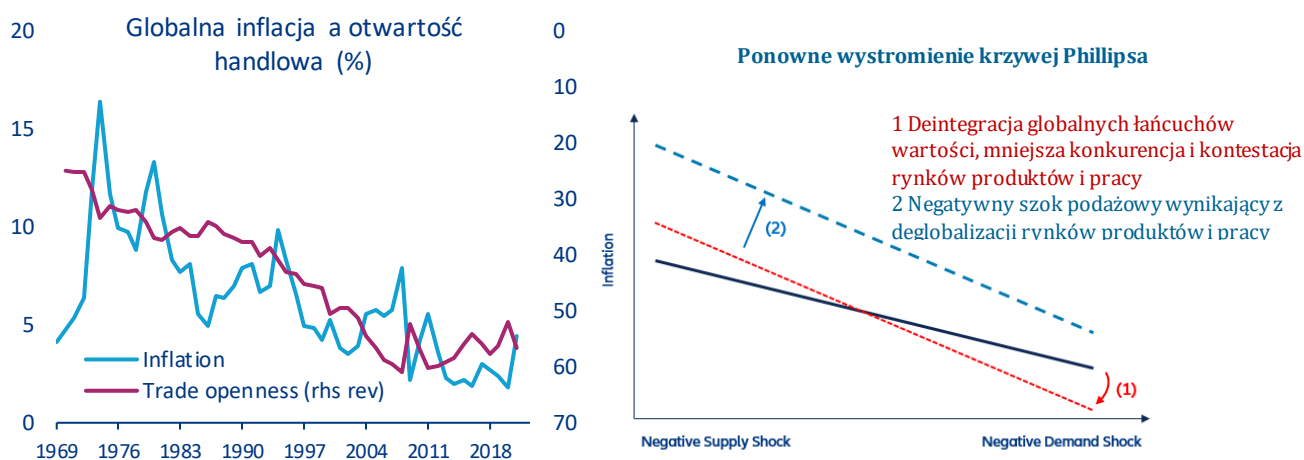
Wykres 3: Produkcja przeznaczona do globalnych łańcuchów wartości, według krajów



Źródła: Bank Światowy, Allianz Research

**Spowolnienie globalizacji może mieć jednak charakter inflacyjny.** Dekady hiperglobalizacji zbiegły się z okresem spadku inflacji, szczególnie w gospodarkach rozwiniętych, gdzie tańszy import zastąpił droższe produkty krajowe. Globalny podział pracy, wykorzystanie globalnych łańcuchów dostaw w celu optymalizacji kosztów produkcji, zmniejszenie siły przetargowej pracowników na poziomie lokalnym i niższe bariery handlowe (globalna średnia ważona stosowana stawka celna spadła z najwyższego poziomu 8,6% w 1994 r. do najniższego poziomu 2,6% w 2017 r.) przyczyniły się negatywnie do inflacji. Z badań wynika, że wzrost udziału w globalnym łańcuchu wartości w latach 1996-2014 przyczynił się średnio do spadku inflacji cen producentów o -0,25 pp w 2014 r., przy czym w niektórych krajach OECD efekt ten był ponad dwukrotnie większy (np. -0,6 pp w Niemczech). W miarę zahamowania globalizacji, negatywny szok podażowy wynikający z rekonfiguracji globalnych łańcuchów wartości może zmniejszyć konkurencję i zwiększyć siłę cenową krajowych graczy, co prawdopodobnie spowolni (lub potencjalnie odwróci) spadek inflacji w wielu zaawansowanych gospodarkach (Wykres 4).

Wykres 4. Wpływ deglobalizacji na inflację



Źródła: Bank Anglii, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Jak zawsze, oceny podlegają poniższemu wyłączeniu odpowiedzialności.

#### **OŚWIADCZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI**

Niniejszy dokument zawiera oświadczenia dotyczące przyszłości, takie jak prognozy czy przewidywania, które opierają się na bieżących poglądach i założeniach kierownictwa i które podlegają znanym i nieznanym ryzykom i niepewnościom. Rzeczywiste wyniki, dane czy zdarzenia mogą odbiegać znacząco od przewidywanych czy domniemywanych w takich oświadczeniach prognostycznych.

Różnice mogą wynikać ze zmian czynników, między innymi: (i) ogólnej sytuacji gospodarczej i konkurencyjnej w kluczowej działalności i na kluczowych rynkach Allianz, (ii) wyników na rynkach finansowych (szczególnie w zakresie zmienności, płynności, zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i wagi zdarzeń szkodowych, w tym w odniesieniu do szkód wynikających z katastrof naturalnych, a także zmian w kosztach szkód, (iv) trendów poziomów umiarkowości i zachorowalności, (v) poziomu odporności, (vi) poziomu braku płatności - szczególnie w segmencie bankowości, (vii) poziomu stóp procentowych, (viii) kursów walutowych, szczególnie EUR/USD, (ix) przepisów prawnych i regulacji, szczególnie podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym kwestii związanych z integracją i reorganizacją oraz (xi) ogólnych warunków konkurencyjnych w zakresie lokalnym, regionalnym, krajowym i/lub globalnym. Wiele z tych czynników może cechować się zwiększonym prawdopodobieństwem wystąpienia lub wyższą wagą skutków ich wystąpienia w przypadku wystąpienia ataków terrorystycznych i ich konsekwencji.

#### **BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI**

Spółka nie jest zobowiązana do aktualizacji żadnych prognoz czy oświadczeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym raporcie, za wyjątkiem informacji,