

# Komentarz na gorąco

## Obniżka składki rentowej antyinflacyjna

26 lipca 2007

Chociaż poziom inflacji na koniec 2009 r. nie uległ zmianie w porównaniu z kwietniową projekcją, to ścieżka dojścia CPI do tego poziomu uległa podwyższeniu z powodu wyższego niż prognozowano wzrostu cen żywności oraz ze względu na fakt, że silniejsze niż wcześniej prognozowano ożywienie na rynku pracy nie zostanie, zdaniem autorów projekcji, zrównoważone przez korzystne dla inflacji skutki redukcji składki rentowej. Rozkład ryzyk dla projekcji pozostał niemal symetryczny. W sumie, wyniki i projekcji i wnioski z całego Raportu o inflacji nie zmieniają perspektyw polityki pieniężnej. Choć nie wiadomo, czy członkowie Rady zgadzają się z poglądem, że łączny efekt redukcji składki rentowej jest antyinflacyjny (było to jednym z argumentów za podwyżką stóp już w czerwcu), to sceptycznie mogą oni podchodzić do innych elementów projekcji. W sumie, nie zmieniamy naszych oczekiwań, że następna podwyżka stóp nastąpi w sierpniu, a realność takiego scenariusza potwierdził dziś jeden z „gołębi” w RPP, Mirosław Pietrewicz, w wywiadzie dla Thomson Financial News.

Narodowy Bank Polski opublikował dziś o 10:00 nowy kwartalny *Raport o inflacji*, zawierający ocenę sytuacji makroekonomicznej, przebieg dyskusji podczas posiedzeń RPP w okresie marzec-czerwiec, wyniki głosowań Rady w tym okresie (przy czym wynik głosowania nad podwyżką w kwietniu poznaliśmy już wcześniej) oraz szczegółowe wyniki projekcji inflacji i PKB przygotowanej przez NBP. Godzinę później odbyła się prezentacja projekcji inflacji przez jej autorów dla dziennikarzy i analityków. Jeśli chodzi o rozdział zawierający syntetyczny opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych Rady w kwietniu, maju i czerwcu br. oraz uzasadnienie decyzji lipcowej, nie wniósł on nic nowego, ponieważ był powtórzeniem publikowanych wcześniej *minutes*, począwszy od maja co miesiąc. Kilka nowych elementów pojawiło się natomiast w rozdziałach poświęconym przebiegowi procesów inflacyjnych i determinantom inflacji. Bardzo interesujące okazały się wyniki głosowań. Ponadto, jak zwykle wiele istotnych elementów zawierał również rozdział poświęcony projekcji inflacji i PKB.

### 1. Przebieg procesów inflacyjnych i determinanty inflacji

W pierwszym rozdziale *Raportu o inflacji* znalazła się wydzielona sekcja poświęcona cenom na światowych rynkach żywności. Wynika z niej, że wzrostowa tendencja cen na światowych rynkach żywności jest postrzegana przez analityków polskiego banku centralnego jako zmiana o charakterze strukturalnym, a nie krótkookresowe dostosowanie. Między innymi dlatego autorzy projekcji postrzegają w zaprezentowanej dalej projekcji, że ryzyko dla cen żywności w przyszłości jest asymetryczne w górę. Nie wiadomo jednak, jakie zdanie na temat mają członkowie RPP.

Pisząc o determinantach inflacji, odniesiono się w projekcji do dokonanej redukcji składki rentowej. Napisano, że będzie ona „oddziaływać na wynagrodzenia brutto różnokierunkowo. Z jednej strony, związany z tym wzrost dochodów do dyspozycji będzie się przyczyniał do wzrostu popytu na rynku produktów, a w efekcie do wzrostu popytu na pracę, co z kolei oddziałuje w kierunku wzrostu presji płacowej. Z drugiej strony, wzrost płac netto powinien

Maciej Reluga Główny Ekonomista 022 586 8363

Piotr Bielski 022 586 8333

Piotr Bujak 022 586 8341

Cezary Chrapek 022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

prorowadzić do wzrostu podaży pracy i ograniczenia żądań płacowych”. Niemniej, w rozdziale poświęconym projekcji inflacji pojawiło się stwierdzenie, że łączny efekt makroekonomiczny redukcji składki rentowej sprzyja obniżeniu inflacji. Wydaje się to sprzeczne z faktem, że redukcja składki rentowej była podawana przez Radę jako jeden z argumentów za dokonaniem podwyżki stóp procentowych już w czerwcu.

W opisie sytuacji w zakresie zjawisk pieniężnych zwrócono uwagę na fakt, że na rynku kredytów mieszkaniowych istnieją możliwości stosunkowo łatwej substytucji droższych kredytów złotych kredytami walutowymi, głównie we frankach szwajcarskich. W związku z tym zdaniem banku centralnego „można oczekiwać, że znaczne podwyżki stóp procentowych NBP mogłyby skłonić gospodarstwa domowe do zmniejszenia zainteresowania droższymi kredytami złotowymi na korzyść kredytów walutowych”. Sformułowanie to sugeruje, że między innymi z tego powodu w Radzie mogą pojawiać się poważne wątpliwości co do skuteczności forsowanej ewentualnie przez niektórych członków strategii agresywnego zacieśnienia polityki pieniężnej.

Co do tendencji kursowych, w *Raporcie* napisano, że „w średnim horyzoncie, ze względu na wciąż bezpieczny poziom salda na rachunku obrotów bieżących (pomimo prawdopodobnego zwiększenia się deficytu), napływ inwestycji bezpośrednich oraz transferów, a także dobre perspektywy wzrostu gospodarczego można się spodziewać, że utrzyma się lekka tendencja aprecjacyjna realnego kursu złotego w warunkach jego ograniczonych wahań”. Skala oczekiwanej realnej aprecjacji jest niewielka, ponieważ wynika one ze wzrostu inflacji, natomiast wykorzystywany przez NBP model nadal implikuje nominalną deprecjację złotego. Jeśli zgodnie z naszymi założeniami nominalny kurs złotego będzie silniejszy niż założono w projekcji, to wynikająca z niej ścieżka inflacji byłaby niższa.

## 2. Wyniki głosowań RPP

Opublikowane w *Raporcie o inflacji* wyniki głosowań Rady w okresie marzec-maj pokazały, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, że wniosek o podwyżkę stóp o 25pb był zgłoszony również w marcu i maju. Wynik głosowania w marcu był jednak inny niż prognozowaliśmy (patrz lipcowa edycja MAKROskopu), ponieważ zakładaliśmy, że Andrzej Sławiński nie zagłosuje za podwyżką już wówczas (co do pozostałych członków w marcu i komplecie wyników w maju nie pomyliliśmy się). Nie zmienia to jednak faktu, a raczej go potwierdza, że głos Jana Czekaja jest kluczowy dla wyników głosowań Rady. Co więcej, wyniki głosowania w maju pokazały, że duet Sławiński-Wojtyna, który dotąd uważany był przez niektórych uczestników rynku za „nierozłączny”, wcale nie ma identycznych poglądów. Biorąc pod uwagę wyniki głosowań za omawiany okres, wydaje się, że Andrzej Wojtyna ma bardziej konserwatywne podejście do polityki pieniężnej lub po prostu bardziej sceptycznie postrzega średnioterminowe perspektywy inflacji w Polsce.

## 3. Projekcja inflacji i PKB

Główne wyniki nowej projekcji inflacji i PKB zaprezentowane zostały już wczoraj w komunikacie po posiedzeniu Rady i opisaliśmy je w naszym *Komentarzu na gorąco* do wyników posiedzenia RPP. Zgodnie z nimi, ścieżka inflacji w horyzoncie projekcji jest nieco wyższa niż przedstawiono w

### Wyniki głosowań ws podwyżki o 25pb

	mar	kwi	maj	cze*
Skrzypek	–	–	–	–
Czekaj	–	+	–	+
Filar	+	+	+	+
Nieckarz	–	–	–	–
Noga	+	+	+	+
Owsiak	–	–	–	–
Pietrewicz	–	–	–	–
Sławiński	+	+	–	+
Wasilewska-Trenkner	+	+	+	+
Wojtyna	+	+	+	+

\* prognozy wyników głosowania BZ WBK

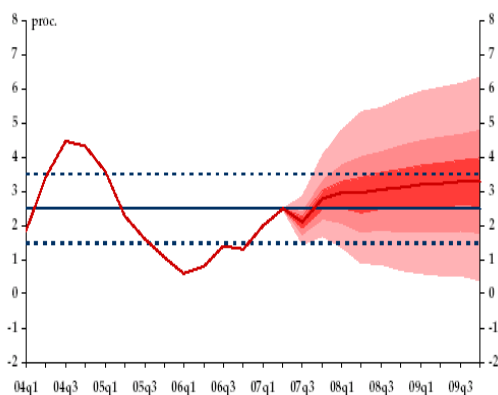
kwietniowej projekcji, choć nie dla roku 2009. Jednocześnie, dla lat 2008-2009 nieco podwyższono prognozowane tempo wzrostu PKB. W opublikowanym dziś *Raporcie o inflacji* znalazły się szczegółowe założenia do projekcji. Datą zamknięcia założeń do nowej projekcji był 22 czerwca 2007 r.

Przed lipcową rundą prognostyczną wprowadzono niewielkie zmiany w kilku równaniach modelu ECMOD. Polegały one na reestymacji równań konsumpcji i dochodów z własności (w ślad za dokonaną przez GUS rewizją danych o dochodach do dyspozycji gospodarstw domowych), a także na nieznacznej modyfikacji i reestymacji równań eksportu i importu. Ograniczyło to niezbędną skalę korekt eksperckich, ale nadal były one konieczne i polegały na obniżeniu ścieżki inwestycji w pierwszych kwartałach projekcji i podwyższeniu jej w dłuższym horyzoncie, podwyższeniu ścieżki spożycia indywidualnego w całym horyzoncie oraz obniżeniu ścieżki eksportu w średnim i dłuższym horyzoncie. Korekty te nie wpłynęły jednak istotnie na przebieg ścieżki inflacji.

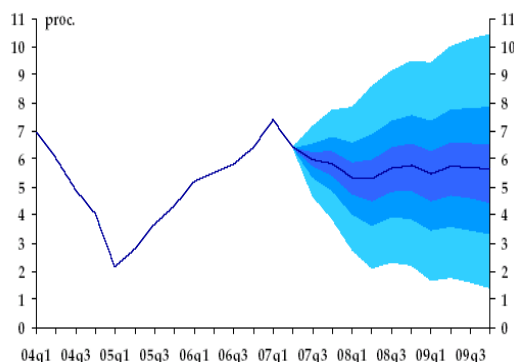
Ścieżka inflacji w nowej projekcji leży powyżej ścieżki z projekcji kwietniowej w całym horyzoncie z wyjątkiem ostatnich dwóch kwartałów 2009 r. Wyższa inflacja CPI w krótkim okresie, do końca tego roku, wynika z szybszego wzrostu cen żywności i paliw. Od końca 2007 r. do połowy 2008 r. wyższa ścieżka inflacji wynika z szybszego wzrostu cen żywności i paliw oraz z wyższej ścieżki inflacji netto (wydaje się, że bardziej z powodu działania czynników podażowych), a od połowy 2008 r. do połowy 2009 r. tylko z wyższej ścieżki inflacji netto.

Aktualna prognoza cen żywności na najbliższe cztery kwartały jest znacząco wyższa niż w kwietniu z powodu uwzględnienia nowych informacji dotyczących oczekiwanych zbiorów ziemiopłodów w nowym roku gospodarczym, prognoz znaczącego ograniczenia podaży mięsa oraz tendencji cenowych na światowym rynku produktów mleczarskich. Wysokie tempo wzrostu cen żywności prognozowane w II kwartale 2008 r. wynika również z założonego w projekcji wzrostu stawki podatku VAT na żywności nieprzetworzoną z 3 do 7% w maju przyszłego roku. Autorzy projekcji napisali jednak w omówieniu danych, które napłynęły po zamknięciu założeń do projekcji, że Komisja Europejska wydała zgodę na wydłużenie do końca 2010 r. okresu stosowania obniżonych stawek VAT na żywność nieprzetworzoną w Polsce. Uwzględnienie tego faktu obniżyłoby tempo wzrostu cen w II kwartale 2008 r. w stosunku do projekcji.

Zmiana ścieżki inflacji netto pomiędzy projekcjami jest wypadkową głównie dwóch czynników. Negatywny wpływ wiąże się z faktem, że znacznie większa niż prognozowano w kwietniowej projekcji okazała się skala ożywienia na rynku pracy (zdecydowanie silniejszy wzrost płac i liczby pracujących). Jednocześnie w kierunku niższej inflacji oddziałuje redukcja składki rentowej, umożliwiająca jednocześnie obniżenie kosztów pracy i zwiększenie płac netto (czyli redukcję tzw. klina podatkowego, która znajduje odzwierciedlenie w niższe ścieżce NAWRU, które jednak będzie się utrzymywać powyżej faktycznej stopy bezrobocia). Zmniejszenie presji kosztowej korzystnie wpływa na zyski przedsiębiorstw i zatrudnienie, natomiast wyższe wynagrodzenia netto prowadzą do wzrostu podaży pracy i w rezultacie potencjału gospodarki. Wspomniany wyżej łączny efekt redukcji składki rentowej dla inflacji szacowany jest na -0,2 pkt proc. w 2008 roku i aż -0,6 pkt proc. w 2009 roku. Niemniej jednak, przy braku zmian ścieżki cen importowych w porównaniu z poprzednią



Centralna projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny RPP.



Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB.

projekcję i wyższych jednostkowych kosztów pracy, inflacja netto w tym okresie podwyższyła się.

Rozkład ryzyka ujętego w wykresie wachlarzowym w lipcowej projekcji, odzwierciedlający wszystkie czynniki niepewności, jest niemal symetryczny, podobnie jak w kwietniowej projekcji.

---

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group