

NBP

Narodowy Bank Polski

kwiecień 2016 r.

Raport o stanie równowagi polskiej gospodarki

Materiał dla KSF-M



kwiecień 2016 r.

Raport o stanie równowagi polskiej gospodarki

Materiał dla KSF-M

Spis treści

1. Synteza	4
2. Stan zrównoważenia gospodarki w świetle badań NBP	6
2.1. Równowaga wewnętrzna	6
2.2. Równowaga zewnętrzna	19
2.3. Ocena stanu zrównoważenia gospodarki polskiej w świetle procedury nierównowag ekonomicznych (MIP) Unii Europejskiej	22
3. Podstawowe czynniki wpływające na stan zrównoważenia gospodarki	28
3.1. Oszczędności i inwestycje przedsiębiorstw	28
3.2. Oszczędności gospodarstw domowych	41
3.3. Struktura akcji kredytowej a stabilność wzrostu gospodarczego	52
4. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	61
5. Podsumowanie	68
Spis ramek	69
Spis tabel	70
Spis wykresów	71

1. Synteza

Doświadczenia globalnego kryzysu finansowego pokazały, że polityka pieniężna oraz polityka makroostrożnościowa powinny na równi wspierać utrzymanie gospodarek na ścieżce zrównoważonego długookresowego wzrostu gospodarczego. Z tego względu stabilność gospodarki stanowi istotny punkt odniesienia również dla decyzji w zakresie polityki makroostrożnościowej.

Od kilku lat polska gospodarka znajduje się na ścieżce zrównoważonego wzrostu, czego przejawem jest jej zrównoważenie w wymiarze wewnętrznym (odzwierciedlone w nieomal zerowej luce popytowej) oraz zewnętrznym (co przejawia się w bardzo niskich saldach bilansu obrotów bieżących).

Przedstawiona w niniejszym raporcie ocena stanu zrównoważenia gospodarki polskiej została dokonana w taki sposób, by zawarte w nim wyniki analiz mogły stanowić przesłankę do podejmowania decyzji w zakresie polityki makroostrożnościowej. Z uwagi na to, że pojęcie równowagi makroekonomicznej jest wielowymiarowe, ocena tego, czy w gospodarce występują lub mogą wystąpić zaburzenia równowagi została dokonana na podstawie różnorodnych wskaźników i z wykorzystaniem zróżnicowanych metod analizy.

Analizy prowadzone dla polskiej gospodarki, których wybrane wyniki zaprezentowane są w dalszej części niniejszego Raportu, prowadzą do wniosku, że obecnie brak jest oznak zagrożenia wystąpienia znacznych zaburzeń równowagi wewnętrznej oraz zewnętrznej w krajowej gospodarce. Wskazane jest jednak monitorowanie pewnych procesów, by ocenić, czy nie rodzą one zagrożeń dla stabilności gospodarki w przyszłości.

W pierwszym rozdziale Raportu przedstawiono syntetyczną ocenę stanu równowagi polskiej gospodarki. O ile bieżąca sytuacja nie budzi niepokoju, to należy mieć na uwadze, że proces konwergencji realnej polskiej gospodarki wiąże się z koniecznością podejmowania inwestycji zwiększających jej potencjał wzrostu, co rodzi relatywnie duże zapotrzebowanie na inwestycje. Tymczasem stosunkowo niski poziom dochodu per capita, w powiązaniu z aspiracjami konsumpcyjnymi gospodarstw domowych oznacza, że zasoby oszczędności, które może zmobilizować krajowa gospodarka są wciąż niedostateczne. Ponadto, nadal większość oszczędności w gospodarce narodowej generowana jest w sektorze przedsiębiorstw.

W kolejnych rozdziałach Raportu przedstawiamy uwarunkowania podejmowania decyzji gospodarstw domowych i przedsiębiorstw o oszczędnościach i inwestycjach. Analizujemy czynniki, które mogą wpływać na utrzymywanie się niskiej stopy oszczędzania w sektorze gospodarstw domowych. Z kolei w przypadku przedsiębiorstw zwracamy uwagę na czynniki wyjaśniające

awersję niektórych firm do zwiększania działalności inwestycyjnej, zwłaszcza finansowanej kredytem bankowym. W dalszych częściach Raportu zwracamy uwagę na możliwe makroekonomiczne konsekwencje zmian w strukturze portfela kredytowego krajowych banków. Ewentualna kontynuacja tendencji wzrostu udziału kredytów dla gospodarstw domowych może rodzić obawy o możliwe pojawienie się tendencji do nadmiernej alokacji zasobów w budownictwie, czyli branży o niższej produktywności, wytwarzającej dobra niepodlegające wymianie międzynarodowej. Wystąpienie takich tendencji w przyszłości mogłoby utrudnić generowanie w gospodarce zasobów niezbędnych do spłaty zobowiązań wobec zagranicy. Z tego względu przeanalizowaliśmy również konsekwencje utrzymującej się głęboko ujemnej pozycji inwestycyjnej netto, która wynika z konieczności uzupełniania niedoboru oszczędności krajowych importem oszczędności z zagranicy. Ocena struktury finansowania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto nie budzi jednak obecnie obaw, m.in. ze względu na duży udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

2. Stan zrównoważenia gospodarki w świetle badań NBP

2.1. Równowaga wewnętrzna

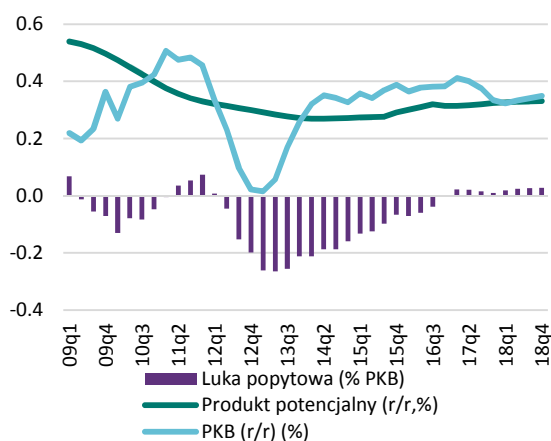
Równowaga wewnętrzna przejawia się we wzroście gospodarki zgodnie ze stabilną ścieżką długookresowego wzrostu. Oznacza to zrównoważenie efektywnego popytu z potencjałem wytwórczym gospodarki. Jednym z warunków utrzymywania stanu równowagi wewnętrznej jest brak nadmiernej presji popytowej, która może się pojawić w przypadku wystąpienia boomów kredytowych. Z tego względu ocena równowagi wewnętrznej wymaga śledzenie nie tylko procesów podażowych i popytowych w realnej sferze gospodarki, ale również zdarzeń zachodzących na styku sfery realnej oraz systemu finansowego.

Rosnące od 2013 r. tempo wzrostu PKB trwale przekroczyło na początku 2014 r. tempo wzrostu produktu potencjalnego, co spowodowało stopniowe domykanie się ujemnej luki popytowej. Zgodnie z projekcją inflacji i PKB Narodowego Banku Polskiego¹, luka popytowa domknie się na przełomie lat 2016 i 2017 r. i pozostanie lekko dodatnia (na poziomie około 0,2% potencjalnego PKB) przynajmniej do końca 2018 r. (zob. Wykres 2.1). Choć tempo wzrostu potencjalnego PKB ponownie zaczęło rosnąć, to wciąż jest ono niższe niż przed kryzysem. Obniżone po kryzysie tempo wzrostu potencjału gospodarki jest jednak zjawiskiem występującym w wielu gospodarkach (zob. Wykres 2.2). W Polsce kluczowymi zmiennymi wpływającymi na wzrost potencjalnego PKB pozostają wzrost wydajności czynników produkcji (TFP) oraz przyrost kapitału. Dodatkowym czynnikiem wspierającym wzrost potencjału gospodarki będzie obniżająca się naturalna stopa bezrobocia w Polsce.

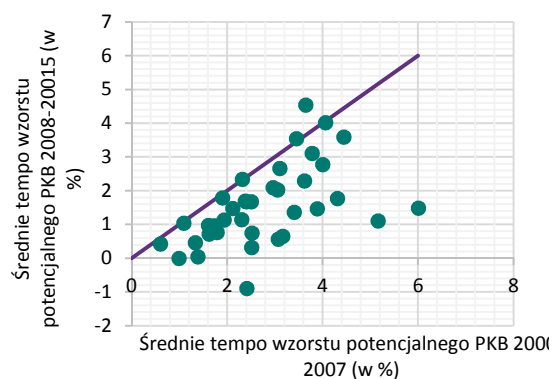
Mimo obserwowanego wzrostu aktywności zawodowej osób w wieku przedemerytalnym (wynikającego z reformy systemu emerytalnego z 2013 r.), należy spodziewać się niekorzystnego wpływu spadku zasobu siły roboczej na potencjalne tempo wzrostu gospodarczego. Czynnikiem ryzyka jest również możliwy spadek stopy aktywności zawodowej, który może być w części wynikiem wprowadzenia programu „Rodzina 500+”. Można jednak oczekiwać, że jeśli taki efekt by wystąpił, to dotyczyłby przede wszystkim osób o niskich dochodach.

¹ Raport o inflacji. Marzec 2016, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2016.

Wykres 2.1 Luka popytowa na tle dynamiki PKB i potencjalnego PKB



Wykres 2.2 Porównanie średniego tempa wzrostu potencjalnego PKB w krajach OECD w latach 2000-2007 oraz 2008-2015



Źródło: dane GUS oraz obliczenia NBP, od 1 kwartału 2016 r. dane na podstawie projekcji inflacji i PKB

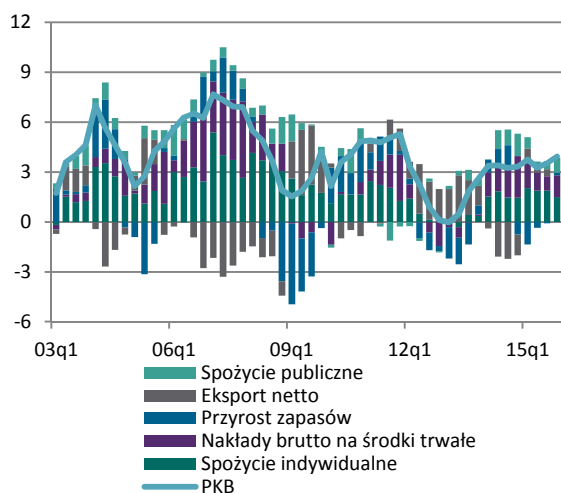
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych OECD.

2.1.1. Czynniki powodujące domykanie się luki popytowej

Głównym czynnikiem powodującym stopniowe domykanie się luki popytowej był wzrost konsumpcji i wywołane nim przyspieszenie tempa wzrostu PKB od 2013 r. Istotną rolę w kształtowaniu się tempa wzrostu gospodarczego zaczęły odgrywać ponownie inwestycje (zob. Wykres 2.3). Te dwa czynniki, zgodnie z projekcją NBP, będą w podobny sposób przyczyniać się do wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach.

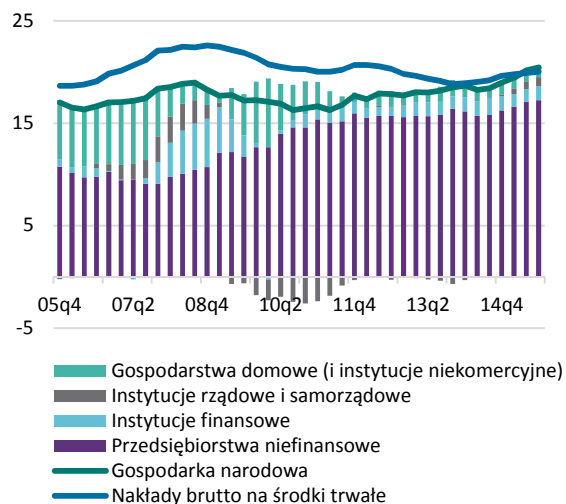
Wzrost popytu konsumpcyjnego wynika z poprawy sytuacji na rynku pracy, a w nadchodzących kwartałach dodatkowym czynnikiem wspierającym popyt konsumpcyjny będzie impuls fiskalny wynikający ze wzrostu zasiłków rodzinnych przewidzianym w programie „Rodzina 500+”. Realne dochody do dyspozycji gospodarstw domowych rosną w wyniku spadku stopy bezrobocia oraz utrzymującej się deflacji. Wzrostowi liczby pracujących wciąż towarzyszy wysoka dynamika ofert pracy, ale nie przełożyło się to jeszcze na znaczny wzrost płac. Fakt ten, w powiązaniu ze wzrostem wydajności pracy w gospodarce, sprzyjał stabilizacji dynamiki jednostkowych kosztów pracy na niskim poziomie (zob. Wykres 2.5). Malejące bezrobocie (zob. Wykres 2.6) poprawia oczekiwania konsumentów, co może stać się czynnikiem podtrzymującym skłonność gospodarstw domowych do ubiegania się o kredyty.

Wykres 2.3 Tempo i struktura wzrostu PKB (w %)



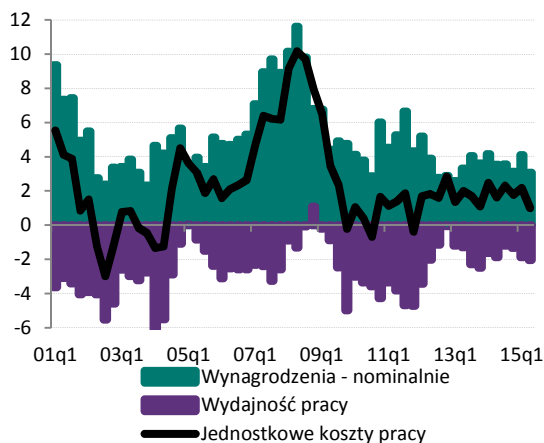
Źródło: dane GUS.

Wykres 2.4 Oszczędności brutto wg sektorów instytucjonalnych w relacji do PKB



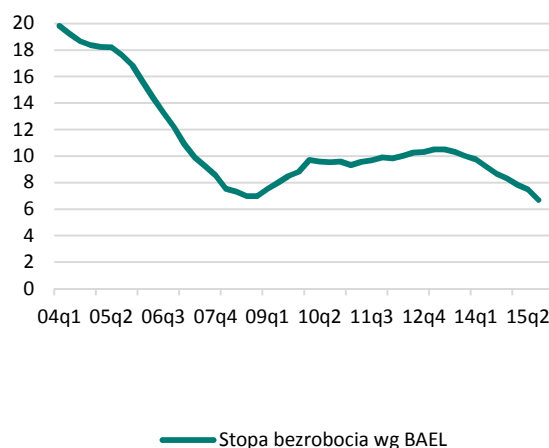
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Wykres 2.5 Dekompozycja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce na tempo wzrostu wydajności pracy i dynamikę wynagrodzeń (w %)



Źródło: dane GUS, obliczenia NBP.

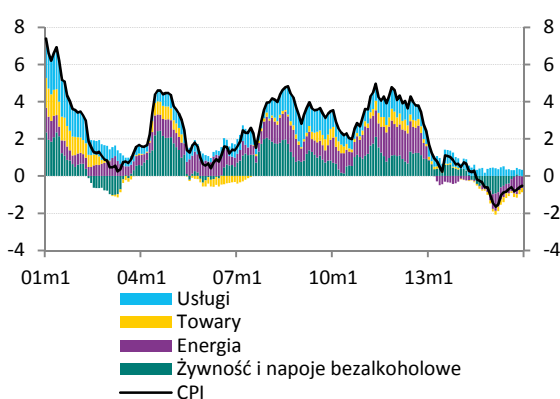
Wykres 2.6 Stopa bezrobocia wg BAEL, dane odsezonowane (w %)



Źródło: GUS

Tempo wzrostu inwestycji pozostaje na relatywnie wysokim poziomie. Decyzje przedsiębiorstw o podejmowaniu inwestycji wynikają w dużej mierze z rosnącego stopnia wykorzystania ich zdolności wytwórczych w warunkach poprawiającej się stopniowo koniunktury. Korzystna jest również sytuacja w zakresie możliwości finansowania nakładów na środki trwałe. Firmy dysponują znacznymi zakumulowanymi środkami finansowymi oraz mogą liczyć na kredyt bankowy o niskim oprocentowaniu. Czynniki te będą prawdopodobnie nadal korzystnie wpływać na inwestycje w nadchodzących kwartałach, jednak czynnikiem ograniczającym działalność inwestycyjną, przynajmniej części firm, jest niepewność co do perspektyw wzrostu w gospodarce światowej oraz obawy przed niestabilnością prawnych uwarunkowań prowadzonej działalności.

Wykres 2.7 Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (w % r/r)



Źródło: NBP.

Wykres 2.8 Zmiany deflatora PKB (w % r/r)



Źródło: Eurostat.

Zrównoważenie krajowej gospodarki w wymiarze wewnętrznym nie jest w pełni odzwierciedlone w kształtowaniu się stopy inflacji CPI (zob. Wykres 2.7), na którą silny wpływ wywierają czynniki zewnętrzne (zmiany cen surowców oraz nośników energii na rynkach światowych). Potwierdzeniem istotnej roli czynników zewnętrznych jest wyższa, niż w przypadku inflacji CPI, dynamika deflatora PKB (zob. Wykres 2.8). Inflacja CPI znajduje się również pod wpływem procesów nie w pełni zależnych od poziomu aktywności gospodarczej (zmiany cen produktów żywnościowych). O ile ceny surowców i nośników energii oddziałują w kierunku pogłębienia procesów deflacyjnych, to ceny żywności (w wyniku ograniczeń podażowych związanych z niekorzystnymi warunkami pogodowymi latem 2015 roku) przyczyniają się do wyższego poziomu indeksu cen. W kierunku niskiej dynamiki cen działają również wciąż obniżony poziom aktywności gospodarczej za granicą oraz ciągle ujemna krajowa luka popytowa, której towarzyszy brak presji kosztowej po stronie producentów (m.in. w związku z obserwowaną deflacją cen producenta i niską dynamiką

jednostkowych kosztów pracy). W efekcie, obserwowana jest również niska dynamika miar inflacji bazowej.

Oczekiwany w nadchodzących kwartałach wzrost gospodarczy, prowadzący do domknięcia się ujemnej luki popytowej, oraz kontynuacja poprawy sytuacji na rynku pracy pozwalają oczekiwać stopniowego wzrostu inflacji, zgodnie projekcją Narodowego Banku Polskiego.

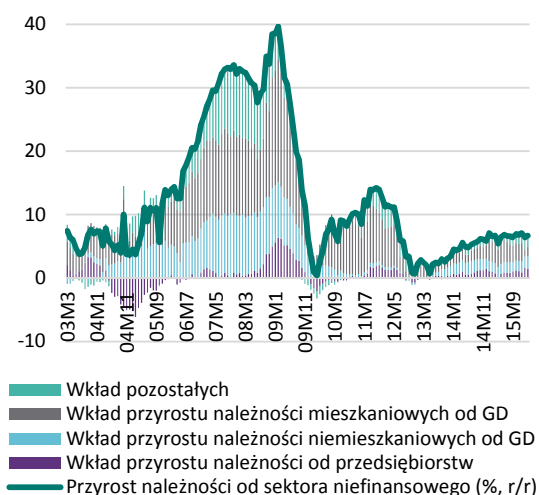
2.1.2. Sfera realna a system finansowy

Konsekwencją dążenia gospodarstw domowych do zrealizowania ich aspiracji konsumpcyjnych jest rosnący od kilkunastu lat wolumen zaciąganych przez nie kredytów, zarówno konsumpcyjnych, jak i przeznaczonych na finansowanie zakupu nieruchomości. W latach 2005-2008 proces ten, zwłaszcza w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych, znacznie przybrał na sile. Szybszy niż w przypadku innych rodzajów kredytów wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych spowodował istotną zmianę struktury portfela kredytowego banków. Doprowadziło to również do znacznego wzrostu relacji kredytów do PKB.

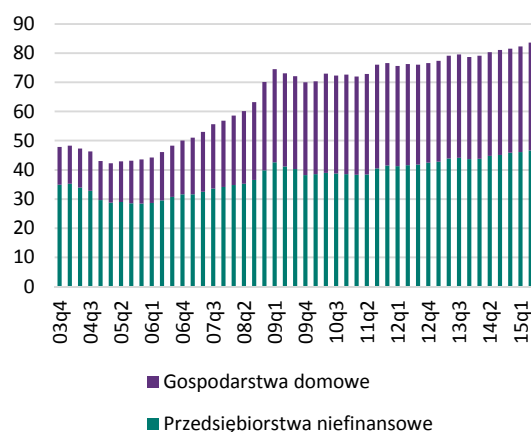
Od 2010 r. relacja udzielonych przez banki kredytów do PKB pozostaje w przybliżeniu stabilna (zob. Wykres 2.14). Utrzymujące się od kilku lat umiarkowane tempo wzrostu akcji kredytowej wspierało proces stopniowego umacniania się równowagi w gospodarce. Obecny wzrost akcji kredytowej nie rodzi obaw co do możliwości pojawienia się w najbliższym czasie zjawisk destabilizujących krajową gospodarkę poprzez nadmierny wzrost popytu (czy to konsumpcyjnego, czy inwestycyjnego) finansowanego kredytem bankowym.

Ustabilizowanie się na względnie niskim poziomie tempa przyrostu kredytów na cele mieszkaniowe sprzyjało również stabilizacji cen na rynku nieruchomości. W ostatnich kwartałach rosnącemu popytowi na mieszkania, wynikającemu m.in. z korzystnej sytuacji na rynku pracy oraz poprawiającej się zdolności kredytowej gospodarstw, domowych towarzyszył wzrost podaży nowo wybudowanych mieszkań. Wzrost po stronie podażowej dotyczy zarówno liczby mieszkań oddawanych do użytku, jak i rozpoczętych budów.

Wykres 2.9 Tempo i struktura wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego



Wykres 2.10 Relacja zobowiązań podmiotów sektora niefinansowego (na podstawie rachunków finansowych) do PKB (w %)



Uwaga: dane na temat zobowiązań podmiotów niefinansowych, nie obejmują korekty z tytułu zmian kursu walutowego (dotyczy również kolejnych wykresów).

Źródło: NBP.

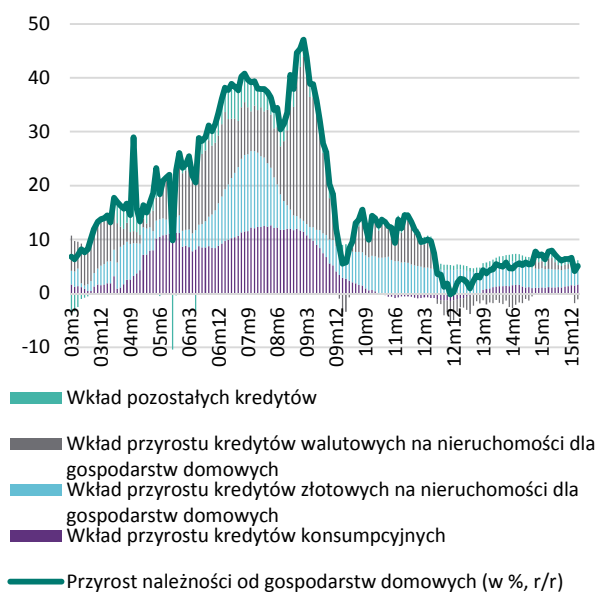
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS i NBP.

Wprowadzone oraz proponowane zmiany regulacyjne (w szczególności dotyczące opodatkowania banków oraz odnoszące się do istniejących kredytów walutowych dla gospodarstw domowych) mogą rodzić ryzyko obniżania się tempa wzrostu podaży kredytów. Jednak z drugiej strony należy pamiętać, że w wielu krajach okresy wysokiej rentowności w sektorze bankowym stanowiły zachętę do nadmiernego wzrostu skali działalności banków i potencjalnie destabilizującej gospodarkę wzrostu akcji kredytowej.

Chociaż, jak szczegółowo zostało to omówione w podrozdziale 3.3, całkowite zobowiązania podmiotów niefinansowych w relacji do PKB nie są znaczne (w porównaniu z sytuacją w wielu innych krajach), to struktura portfela kredytowego banków krajowych może okazać się nie w pełni spójna z długookresowymi potrzebami wspierania wzrostu polskiej gospodarki. Portfel kredytowy sektora bankowego cechuje się znacznym (w porównaniu z innymi gospodarkami) udziałem kredytów dla gospodarstw domowych, a wśród nich – kredytów na finansowanie nieruchomości. Oznacza to, że krajowy sektor bankowy wykazuje znaczną koncentrację produktową (kredyty hipoteczne), co przekłada się również na potrzeby w zakresie struktury finansowania oraz zdolności

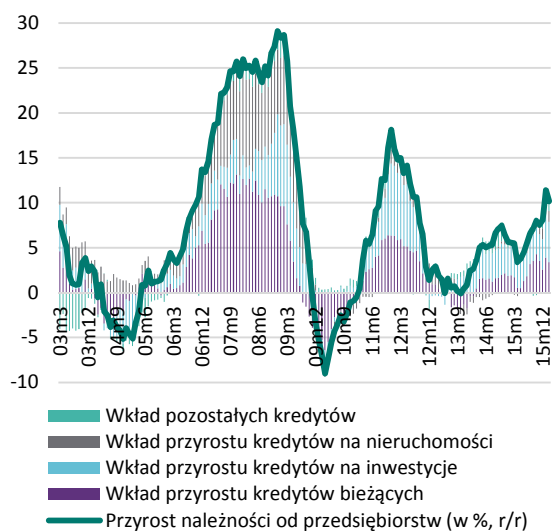
finansowania projektów sprzyjających wzrostowi gospodarki w długim okresie. W tym świetle można uznać, że ewentualne działania zmierzające do aktywizacji rynku kredytów mieszkaniowych mogą obecną nierównowagę pogłębiać.

Wykres 2.11 Tempo i struktura wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (w %)



Źródło: obliczenia NBP.

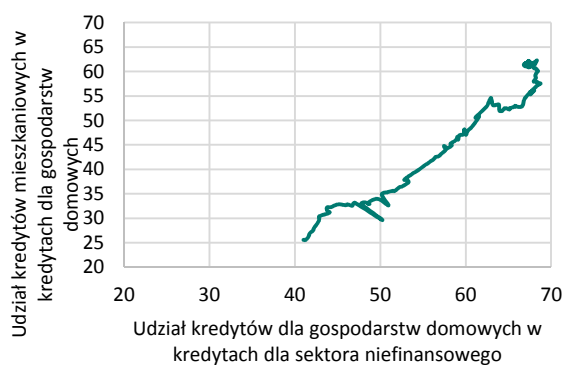
Wykres 2.12 Tempo i struktura wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw



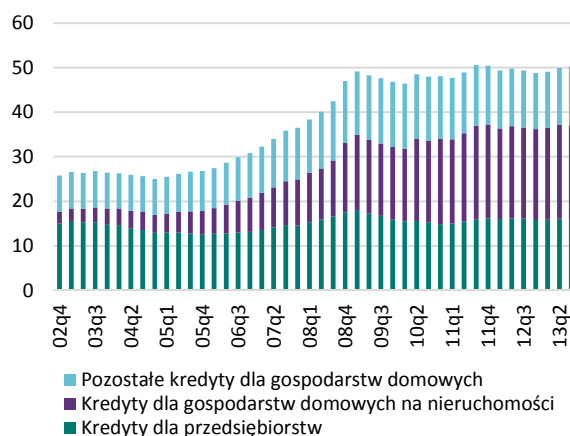
Źródło: obliczenia NBP.

Analiza długookresowych skutków dominacji kredytów mieszkaniowych jest istotna również ze względu na to, że sektor bankowy pozostaje jednym z istotnych kanałów, którymi do krajowej gospodarki napływał kapitał z zagranicy. Z tego względu decyzje banków komercyjnych o alokacji kredytów istotnie wpływają na przyszłą zdolność gospodarki do spłaty zobowiązań wobec nierezydentów. Jak wskazuje literatura, zarówno teoretyczna, jak i empiryczna, nadmierna koncentracja akcji kredytowej w sektorach mniej produktywnych bądź niewytwarzających dóbr podlegających wymianie międzynarodowej (np. nieruchomości) może ograniczać przyszłe tempo wzrostu potencjalnego PKB (zob. szerzej podrozdział 3.3).

Wykres 2.13 Zmiana struktury portfela kredytowego w polskim sektorze bankowym w latach 2003-2016



Wykres 2.14 Relacja wybranych kategorii kredytów do PKB

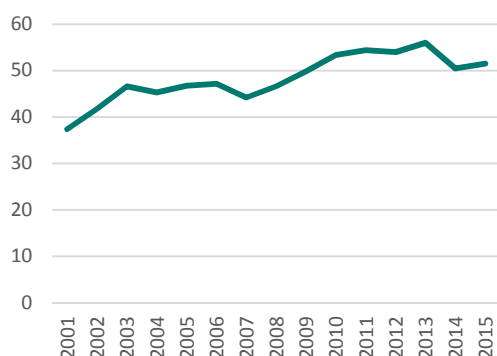


Źródło: obliczenia NBP.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych NBP i GUS.

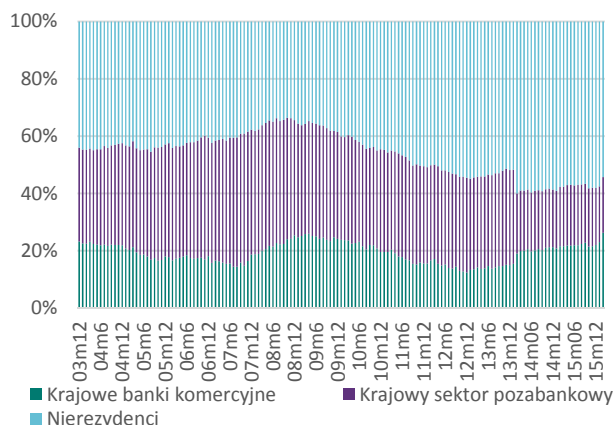
Zadłużenie sektora finansów publicznych wyniosło na koniec 20015 r. 51,3% PKB (zob. Wykres 2.15). Spowolnieniu tempa wzrostu relacji długu do PKB sprzyjał nie tylko wzrost gospodarczy, ale również ograniczanie deficytu budżetowego. Ewentualne zaburzenia ścieżki planowanych wydatków publicznych mogą jednak pogorszyć obserwowane obecnie korzystne tendencje w zakresie kształtowania się deficytu i długu publicznego. Istnieje ryzyko, że mogłoby to okazać się jednym z czynników zmiany ocen wiarygodności długu przez agencje ratingowe, co jest istotne ze względu na znaczny udział nierezydentów w finansowaniu zadłużenia publicznego (zob. Wykres 2.16).

Wykres 2.15 Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (w % PKB)



Źródło: Dane Ministerstwa Finansów i GUS.

Wykres 2.16 Struktura zadłużenia Skarbu Państwa wg podmiotów



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

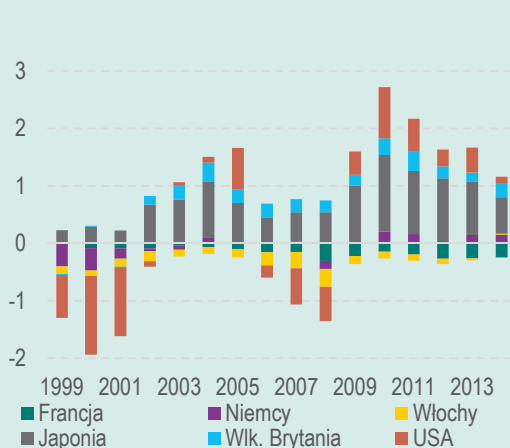
2.1.3. Relacja między oszczędnościami a inwestycjami

Obserwowany oraz prognozowany wzrost dochodu nie przekłada się jednak w sektorze gospodarstw domowych na wzrost stopy oszczędzania. Przeciwnie, projekcja NBP zakłada utrzymanie się tendencji obniżania stopy oszczędzania gospodarstw domowych. Szersza analiza uwarunkowań decyzji gospodarstw domowych o oszczędnościach została zawarta w podrozdziale 3.2. W tej sytuacji, podobnie jak w wielu innych gospodarkach, oszczędności pochodzą głównie z sektora przedsiębiorstw (zob. ramka 2.1. oraz podrozdział 3.1).

Ramka 2.1. Nadwyżkowe oszczędności przedsiębiorstw niefinansowych¹

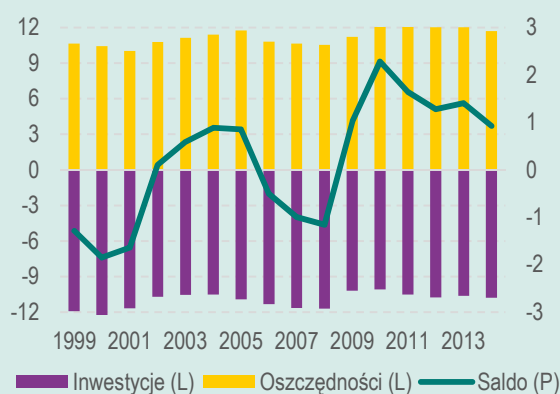
W wielu gospodarkach (zwłaszcza wysoko) rozwiniętych występuje wyraźna tendencja do gromadzenia nadwyżkowych oszczędności przez przedsiębiorstwa. Popyt inwestycyjny przedsiębiorstw był tradycyjnie głównym źródłem popytu inwestycyjnego w gospodarkach rozwiniętych. W efekcie, sektor ten charakteryzował się zazwyczaj wyższym poziomem inwestycji niż oszczędności brutto (rozumianych jako zysk po opodatkowaniu pomniejszony o dywidendy). Od początku poprzedniej dekady w najważniejszych gospodarkach rozwiniętych występuje jednak tendencja do gromadzenia nadwyżkowych oszczędności przez przedsiębiorstwa, a więc przewyższających bieżące nakłady inwestycyjne firm (Wykres 2.17). Tendencja ta nasiliła się jeszcze po kryzysie finansowym.

Wykres 2.17. Nadwyżkowe oszczędności w krajach G6 (% PKB i pkt. proc.)



Źródło: OECD.

Wykres 2.18. Stopa oszczędności i inwestycji oraz nadwyżkowe oszczędności w krajach UE, USA i Japonii (% PKB i pkt. proc.)



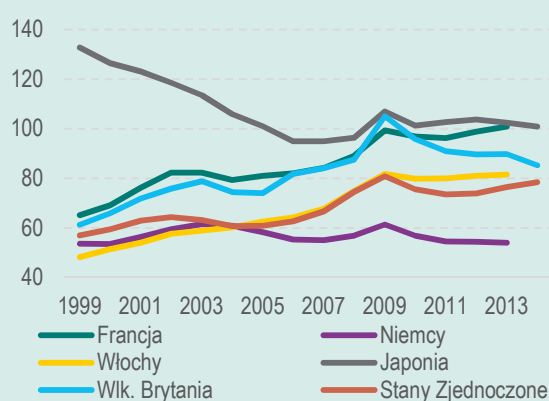
Źródło: OECD.

Pojawienie się nadwyżkowych oszczędności w sektorze przedsiębiorstw gospodarek rozwiniętych wynikało zarówno ze wzrostu oszczędności brutto firm, jak i ograniczenia dynamiki inwestycji (Wykres 2.18). Na wzrost oszczędności oraz spowolnienie inwestycji firm wpłynęły czynniki cykliczne, strukturalne oraz specyficzne dla poszczególnych gospodarek i firm.

- *Oszczędności brutto sektora przedsiębiorstw.* Wzrostowi oszczędności w gospodarkach rozwiniętych w pierwszej połowie zeszłej dekady sprzyjała przede wszystkim zwiększająca się rentowność firm, wspierana przez rosnący udział zysków w wytwarzanym dochodzie (efekt globalizacji i zmian technologicznych oraz ograniczającego wpływu tych czynników na dynamikę

płac) oraz akomodacyjną politykę pieniężną (OECD 2007). U podłoża wzrostu oszczędności firm leżał także proces delewarowania, ze swej natury wymagający zwiększenia oszczędności (Wykres 2.19). Ponadto, środki klasyfikowane jako oszczędności brutto w istotnym stopniu odzwierciedlały nie tyle popyt firm na oszczędności, co wykupy własnych akcji (zob. przypis 1 w tej ramce), które stanowiły ok. 7% oszczędności brutto sektora przedsiębiorstw w krajach G7 w latach 1996-2004 (Jauch 2012).

Wykres 2.19. Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w wybranych krajach (% PKB)

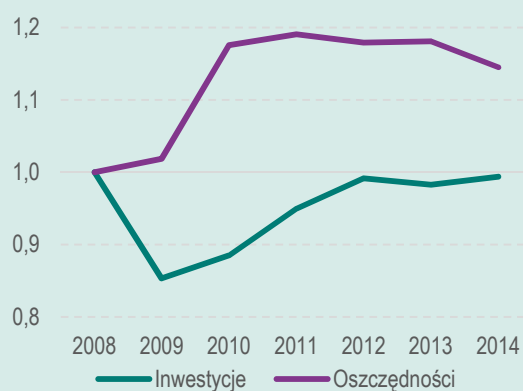


Źródło: OECD.

- *Inwestycje sektora przedsiębiorstw.* Osłabienie stopy inwestycji, do którego doszło w części gospodarek rozwiniętych, było po części efektem spowolnienia globalnego popytu w następstwie kryzysów w gospodarkach wschodzących oraz pęknięcia bańki internetowej w USA. Jednak czynniki cykliczne nie są w stanie wyjaśnić całego spadku stopy inwestycji. Ten ostatni przypisywany jest, z jednej strony, podwyższonej niepewności, z drugiej zaś – zmniejszeniu się potencjalnych możliwości inwestycyjnych (Gruber et al. 2015), na co wpływ ma m.in. starzenie się społeczeństw. Wskazuje się, że na spadek stopy inwestycji wpłynął również spadek cen względnych dóbr kapitałowych (IMF 2006; Karabarbounis et al. 2012). Wreszcie, do osłabienia stopy inwestycji firm w gospodarkach rozwiniętych przyczyniało się także przenoszenie produkcji za granicę (OECD 2007).

Kryzys finansowy pogłębił tendencję do gromadzenia oszczędności w sektorze przedsiębiorstw oraz przyczynił się do dalszego osłabienia dynamiki inwestycji. W następstwie kryzysu finansowego nasilił się proces oddłużania (Wykres 2.19) oraz wzrosła awersja do ryzyka, co mogło

Wykres 2.20. Inwestycje i oszczędności firm w krajach UE, USA i Japonii po światowym kryzysie finansowym



Źródło: OECD.

zwiększyć bodźce do utrzymania płynnych środków finansowych (Lewis et al. 2014). Jednocześnie, silny spadek aktywności gospodarczej na świecie jeszcze bardziej ograniczył opłacalność potencjalnych inwestycji, przyczyniając się do dalszego ich spadku (Wykres 2.20). Potwierdzają to badania Brufman et al. (2013), wskazujące, że największy wzrost nadwyżkowych oszczędności był w firmach mających utrudniony dostęp do finansowania zewnętrznego oraz tych charakteryzujących się wysoką zmiennością obrotów. Zaobserwowano również, że firmy, które rosły wolniej i miały mało możliwości zyskowych inwestycji, gromadziły więcej oszczędności niż te, które działały w bardziej rozwojowych branżach. Na relatywnie wysokim poziomie utrzymały się natomiast wykupy akcji własnych w gospodarkach rozwiniętych (Gruber et al. 2015).

Długotrwałe występowanie nadwyżkowych oszczędności w sektorze przedsiębiorstw gospodarek rozwiniętych rodzi obawy o tempo potencjalnego wzrostu gospodarczego. W stopniu, w jakim nadwyżkowe oszczędności firm są efektem osłabienia popytu inwestycyjnego, same w sobie odzwierciedlają one słabe perspektywy wzrostu gospodarczego i wskazują na ryzyko długotrwałej stagnacji gospodarczej. Jednocześnie wskazuje się, że wysokie oszczędności sektora przedsiębiorstw, przyczyniając się do utrzymania stóp procentowych na niskim poziomie, mogą zwiększać ryzyko baniek spekulacyjnych i nadmiernego zadłużania się przez pozostałe sektory w gospodarce.

Bibliografia:

Brufman L., Martinez L., Perez Artica R. et al. (2013), *What are the causes of the growing trend of excess savings of the corporate sector in developed countries? An empirical analysis of three hypotheses*. World Bank Policy Research Working Paper.

Gruber W., Kamin S.B. (2015), *The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, International Finance Discussion Papers 1150.

IMF (2006), *Awash with cash: Why are corporate savings so high*, World Economic Outlook.

Jauch S. (2012), *The Global Savings Glut, Corporate Savings and the Role of Share Repurchases*, Ludwig-Maximilians Universität, working paper kwiecień.

Karabarbounis L., Neiman B. (2012), *Declining Labor Shares and the Global Rise of Corporate Saving*, NBER Working Paper No. 18154.

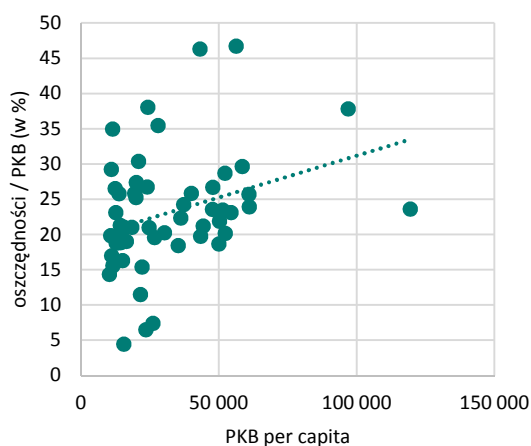
Lewis C., Pain N., Starsky J. (2014), *Investment Gaps after the Crisis*, OECD Economics Department Working Papers, No. 1168.

OECD (2007), Chapter 3 - *Corporate Saving and Investment: Recent Trends and Prospects*, Economic Outlook 82.

¹ W niniejszej ramce nadwyżkowe oszczędności będą definiowane jako różnica pomiędzy oszczędnościami brutto (zysk po opodatkowaniu pomniejszony o dywidendy) oraz nakładami brutto na środki trwałe według danych z rachunku niefinansowego

rachunków narodowych. Zaletą tak zdefiniowanej statystyki nadwyżkowych oszczędności jest jej prostota i wysoka dostępność porównywalnych danych dla poszczególnych krajów. Podstawową wadą tej statystyki jest jednak to, że do oszczędności brutto firm zaliczane są środki przeznaczane na wykup akcji własnych (stanowiący alternatywny w stosunku do dywidendy sposób dystrybucji zysków do udziałowców) przez firmy, a więc środki de facto obniżające oszczędności firm, a nie je powiększające. Podobnie, jako oszczędności brutto klasyfikowane są środki wykorzystywane do finansowania bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

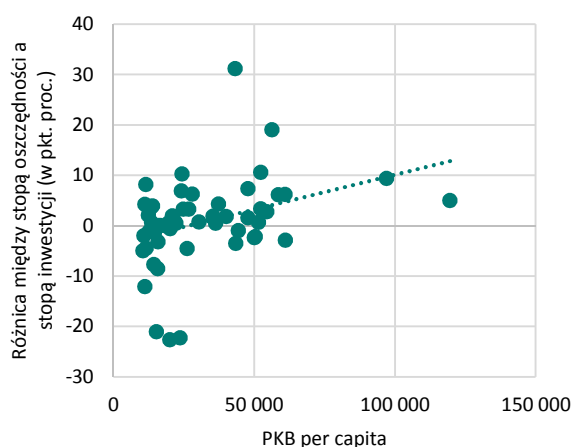
Wykres 2.21 Zależność PKB per capita oraz stopy oszczędności



Uwaga: na wykresie uwzględniono kraje z PKB per capita powyżej 10 000 USD. Dane za 2014 r.

Źródło: MFW.

Wykres 2.22 Zależność PKB per capita oraz różnicy między stopą oszczędności a stopą inwestycji



Uwaga: na wykresie uwzględniono kraje z PKB per capita powyżej 10 000 USD. Dane za 2014 r.

Źródło: MFW.

Dane międzynarodowe wskazują na dodatnią zależność między stopą oszczędzania a poziomem zamożności gospodarki mierzonym PKB per capita (zob. Wykres 2.21). Poza poziomem dochodu, stopa oszczędzania warunkowana jest również innymi zmiennymi, odzwierciedlającymi strukturalne cechy gospodarki oraz preferencje społeczne. Z uwagi na te strukturalne uwarunkowania nie należy oczekiwać, że skłonność do oszczędzania może być efektywnie w krótkim okresie kształtowana narzędziami polityki gospodarczej.

Trwający w polskiej gospodarce proces konwergencji realnej rodzi naturalny popyt na inwestycje. Jak już wspomniano, wzrost kapitału produkcyjnego pozostaje, na równi ze wzrostem TFP, istotnym czynnikiem wzrostu produktu potencjalnego. Jednocześnie, gospodarstwa domowe, spodziewając się, że w długim okresie konwergencja realna będzie prowadziła również do wzrostu ich dochodów, dążą do wygładzania swojej konsumpcji w czasie. Skutkuje to m.in. obniżeniem stopy

oszczędzania w gospodarce oraz popytem na kredyty, które mogłyby służyć finansowaniu konsumpcji (w tym konsumpcji mieszkaniowej). Efektem tych procesów jest wzrost zobowiązań wobec nierezydentów, odzwierciedlony w międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto.

W przypadku otwartych gospodarek o zliberalizowanych reżimach przepływów kapitałowych możliwości kształtowania międzynarodowych przepływów kapitałowych narzędziami polityki gospodarczej są bardzo ograniczone. Łatwość pozyskania finansowania zagranicznego, w tym finansowania akcji kredytowej skierowanej do gospodarstw domowych, może prowadzić do pojawienia się boomów kredytowych, destabilizujących krajową gospodarkę (zob. podrozdział 3.3). Z drugiej strony, łatwy dostęp do zagranicznych oszczędności może łagodzić krajowe ograniczenie budżetowe dla inwestycji i dawać tym samym szansę na przyspieszenie tempa wzrostu potencjału gospodarki. W efekcie społeczeństwa mogą stawać przed trudnym dylematem – albo szybsze tempo konwergencji realnej, z którym wiąże się większe ryzyko wahań tempa wzrostu, a nawet kryzysów spowodowanych zmianami dostępności finansowania zewnętrznego, albo stabilniejsza, choć wolniejsza, ścieżka wzrostu i dłużej przebiegający proces konwergencji, z mniejszym wykorzystaniem finansowania zewnętrznego.

2.2. Równowaga zewnętrzna

Równowaga zewnętrzna gospodarki zachowana jest, gdy transakcje z zagranicą (zarówno w sferze realnej, jak i finansowe) są spójne z utrzymaniem równowagi wewnętrznej. W szczególności, realna konwergencja gospodarki może wymagać importu oszczędności z zagranicy. Dla zachowania równowagi zewnętrznej kluczowe jest, by napływ kapitału nie generował nadmiernego popytu krajowego oraz zachowań spekulacyjnych (np. na rynku mieszkaniowym), a także by pozyskane od nierezydentów środki inwestowane były w przedsięwzięcia produktywne, zapewniające późniejszą możliwość spłaty zobowiązań wobec zagranicy.

Luka pomiędzy potrzebami finansowania wydatków inwestycyjnych a dostępną pulą oszczędności krajowych była przez szereg lat wypełniana przez import oszczędności z zagranicy, co było zjawiskiem naturalnym w przypadku gospodarki przechodzącej przez okres realnej konwergencji. Konsekwencją tego zjawiska było stałe zwiększanie się ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto.

Niedobór krajowych oszczędności w stosunku do potrzeb inwestycyjnych jest zjawiskiem dość powszechnym dla gospodarek na średnim poziomie rozwoju. W takim przypadku napływ kapitału zagranicznego nie tylko daje szansę na szybszy wzrost efektywności gospodarki (w efekcie absorpcji lepszych technik i technologii), ale również pozwala domknąć lukę finansowania, co jednak zwykle prowadzi do ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Jednak przejściowo inwestycje bezpośrednie często wiążą się ze zwiększonym importem dóbr inwestycyjnych, przyczyniając się do czasowego pogłębienia deficytu wymiany towarowej.

Oczekiwany przez gospodarstwa domowe wzrost dochodów w przyszłości rodzi dążenie do wzrostu bieżącej konsumpcji, który w skali całej gospodarki może być sfinansowany jedynie wzrostem zadłużenia zagranicznego. Jednak nie jest możliwe na szerszą skalę bezpośrednio zaciąganie przez gospodarstwa domowe zobowiązań u nierezydentów. Z tego powodu istotnym kanałem importu oszczędności zagranicznych, które finansują krajową konsumpcję, może stać się sektor bankowy.

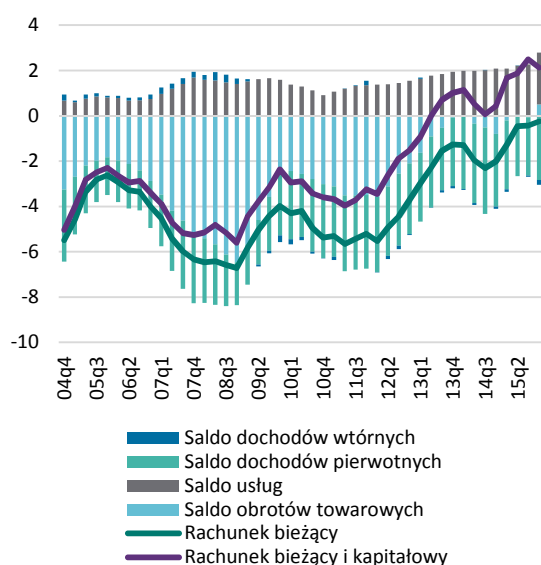
Związane z procesem konwergencji polskiej gospodarki znaczne ujemne saldo obrotów towarowych (popyt inwestycyjny i konsumpcja) zaczęło maleć po 2011 r. (zob. Wykres 2.23). Wzrostowi eksportu w najbliższych kwartałach będą sprzyjać zarówno poprawiająca się koniunktura na rynkach eksportowych, jak i wciąż korzystna sytuacja w zakresie konkurencyjności cenowej polskich produktów za granicą. Z drugiej strony, można spodziewać się, że rosnąca konsumpcja oraz inwestycje będą skutkowały wzrostem importu, co w najbliższej przyszłości może przyczynić się do pewnego pogorszenia sytuacji w bilansie płatniczym.

W ostatnich kwartałach poprawiający się bilans obrotów międzynarodowych skutkował zmniejszeniem zobowiązań netto wobec zagranicy w relacji do PKB (zob. Wykres 2.24). Jednak utrzymujący się strukturalnie niski poziom krajowej stopy oszczędzania w powiązaniu z możliwą aktywizacją działalności inwestycyjnej oraz ponownym pojawieniem się deficytu w rachunku bieżącym (związanym m.in. ze wzrostem konsumpcji) mogą skutkować pogłębieniem się ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Jednocześnie, znaczna skala zobowiązań wobec nierezydentów miała wpływ na strukturę rachunku bieżącego z uwagi na utrzymywanie się ujemnego salda dochodów pierwotnych (szerzej na ten temat w rozdziale 4). Należy jednak podkreślić, że występowanie ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto jest naturalną częścią procesu konwergencji, gdzie import oszczędności zagranicznych jest wykorzystywany do finansowania wzrostu potencjału produkcyjnego krajowej gospodarki oraz wygładzania w czasie konsumpcji.

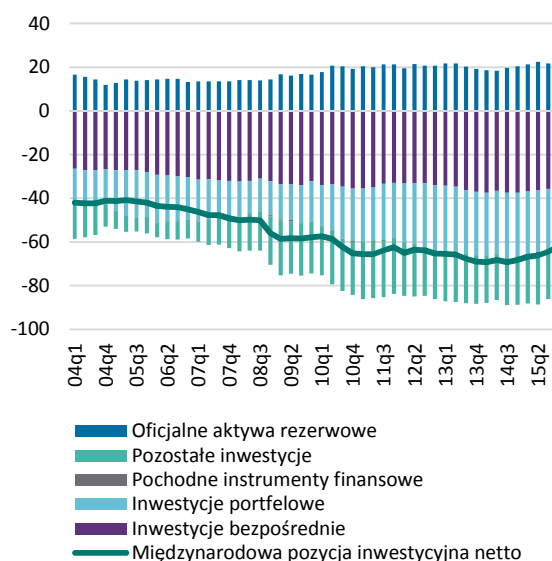
Mimo względnie dużej ujemnej wartości, międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto nie stanowi obecnie istotnego problemu dla polskiej gospodarki. Wynika to z kilku czynników. Po pierwsze, dobra sytuacja w zakresie konkurencyjności międzynarodowej polskiej gospodarki pozwala utrzymywać zadowalające tempo wzrostu eksportu, co doprowadziło ostatnio nawet do zrównoważenia salda obrotów towarowych. Po drugie, istotną pozycję w bilansie płatniczym stanowią transfery z UE, co pozwala zwiększać potencjał krajowej gospodarki, a nie generuje zobowiązań wobec nierezydentów. Po trzecie, istotne jest znaczenie inwestycji bezpośrednich w finansowaniu międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto. Finansowanie w formie inwestycji bezpośrednich jest bardziej stabilne niż kapitał napływający np. w formie inwestycji portfelowych. Ponadto, zobowiązania dłużne wiążą się zwykle z koniecznością płatności niezależnie od sytuacji gospodar-

czej (np. brak możliwości zawieszenia płatności odsetkowych bądź kapitałowych w efekcie znacznego pogorszenia koniunktury). Pod tym względem inwestycje w instrumenty udziałowe są znacznie bezpieczniejsze.

Wykres 2.23 Struktura rachunku bieżącego w relacji do PKB



Wykres 2.24 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w relacji do PKB

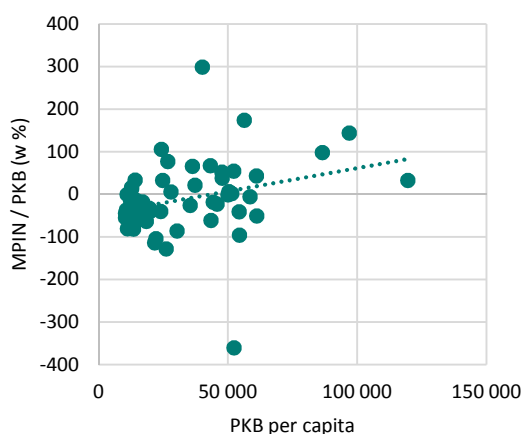


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych NBP i GUS.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych NBP i GUS.

Z punktu widzenia długookresowej stabilności wzrostu gospodarczego jest istotne, czy importowane oszczędności będą wykorzystane w sposób, który umożliwi w przyszłości spłatę zobowiązań wobec nierezydentów. Z tego punktu widzenia ryzykowna jest sytuacja, gdy istotna część konsumpcji finansowana jest zadłużaniem się za granicą. Nie są wówczas wytwarzane zasoby, które w przyszłości mogłyby być wykorzystane do generowania przychodów umożliwiających spłatę zobowiązań wobec nierezydentów. Zastrzeżenie to odnosi się również do finansowania sektora mieszkaniowego, a nawet szerzej – całej działalności związanej z budownictwem. Inwestycje w nieruchomości, choć mogą ułatwiać zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych społeczeństwa, nie generują dóbr podlegających wymianie międzynarodowej i nie mogą przyczynić się w istotny sposób do wytwarzania zasobów niezbędnych do spłaty zobowiązań wobec nierezydentów.

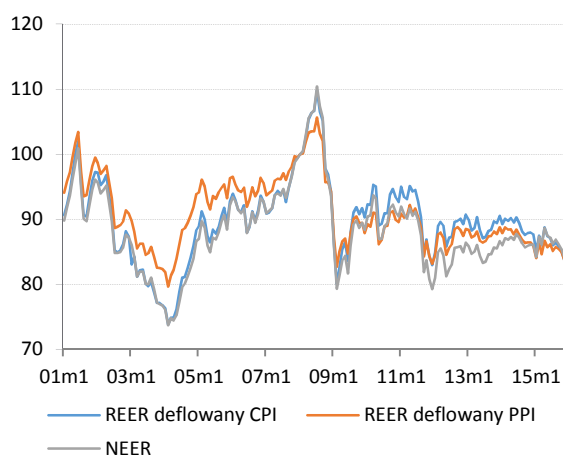
Wykres 2.25 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB a poziom PKB per capita



Uwaga: na wykresie uwzględniono kraje z PKB per capita powyżej 10 000 USD. Dane za 2014 r.

Źródło: MFW.

Wykres 2.26 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (indeks)



Uwaga: wzrost oznacza aprecjację. Indeks znormalizowany styczeń 2008 = 100.

Źródło: dane NBP, Komisji Europejskiej, obliczenia NBP.

2.3. Ocena stanu zrównoważenia gospodarki polskiej w świetle procedury nierównowag ekonomicznych (MIP) Unii Europejskiej

Doświadczenia globalnego kryzysu bankowego, wywołanego głównie załamaniem się silnych bo-omów kredytowych na rynkach hipotecznych i wcześniejszym kumulowaniem się nierównowag w gospodarkach wielu krajów, skłonił Unię Europejską do wprowadzenia w 2011 r. rozwiązań mające służyć wczesnemu wykrywaniu i korygowaniu potencjalnych bądź narastających nierównowag w krajach UE. Istotną rolę odgrywają tu przeglądy przeprowadzane przez Komisję Europejską (KE) w ramach tzw. procedury nierównowag makroekonomicznych (ang. Macroeconomic Imbalances Procedure – MIP).

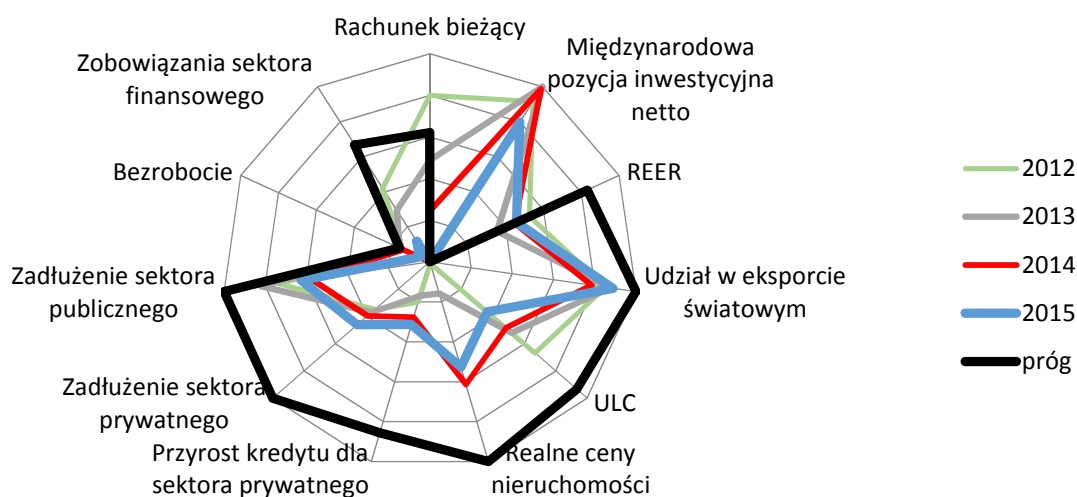
W najnowszej edycji opracowywanego przez Komisję Europejską Raportu mechanizmu ostrzegawczego (ang. Alert Mechanism Report – AMR) Polska nie została sklasyfikowana jako kraj, którego gospodarka wymaga tzw. pogłębionej analizy. Oznacza to pozytywną, po raz kolejny, ocenę stanu stabilności makroekonomicznej polskiej gospodarki. Potwierdzeniem tego są wartości wskaźników analizowanych w Alert Mechanism Report. Jedyne przekroczenie progów sygnalizacyjnych dla zmiennych związanych z oceną stanu równowagi gospodarki wystąpiły dla relacji

międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto do PKB. Jak to już jednak zostało wspomniane wcześniej, jest to związane z przebiegiem procesu konwergencji realnej, a tym samym nie jest samo w sobie wyrazem zaburzeń równowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Wniosek ten potwierdzany jest m.in. przez zachowanie się zmiennych odzwierciedlających zmiany konkurencyjności międzynarodowej.

Poniżej (zob. Wykres 2.27) syntetycznie przedstawiono zmiany obrazu polskiej gospodarki widzianego przez pryzmat wskaźników MIP odnoszących się do nierównowag makroekonomicznych oraz konkurencyjności międzynarodowej na przestrzeni lat 2012-2015. W świetle omawianych zmiennych, szczególnie korzystnie wygląda stan zrównoważenia gospodarki w wymiarze wewnętrznym. Podmioty sektora niefinansowego cechują się (na poziomie zagregowanym) dość niskim zadłużeniem, które nie wykazuje dynamicznego przyrostu. Między innymi ze względu na te czynniki nie jest obserwowany nadmierny wzrost cen nieruchomości mieszkaniowych oraz zobowiązań podmiotów sektora finansowego. Na względnie niskim poziomie utrzymuje się również zadłużenie sektora publicznego oraz stopa bezrobocia. Natomiast o korzystnym rozwoju sytuacji w zakresie konkurencyjności międzynarodowej świadczy stabilny poziom realnego kursu walutowego oraz niska dynamika jednostkowych kosztów pracy. W efekcie obniżał się deficyt rachunku obrotów bieżących oraz redukcji uległa silnie negatywna międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto.

Następnie porównano polską gospodarkę z gospodarkami pozostałych krajów Unii Europejskiej, również wykorzystując perspektywę wskaźników MIP (zob. Wykres 2.28). Dla każdej ze zmiennych zbudowano ranking krajów w taki sposób, że na czele rankingu stały kraje o najkorzystniejszych, z punktu widzenia kryteriów MIP, wartościach danej zmiennej. Odpowiada to wartościom w środku prezentowanego wykresu. Następnie na wykresie przedstawiono pozycję polskiej gospodarki w poszczególnych latach w rankingach konstruowanych dla kolejnych analizowanych zmiennych. Potwierdza się niski (na tle krajów UE) poziom zadłużenia w polskiej gospodarce. Natomiast wyraźnie gorsza pozycja w rankingu dla przyrostu zadłużenia wynika z zachodzenia procesu delewarowania (bądź jedynie symbolicznego wzrostu kredytu) w części krajów UE. Na tym tle nawet umiarkowany przyrost zadłużenia podmiotów niefinansowych w polskiej gospodarce wygląda na znaczący. Odbiciem przyrostu kredytów dla sektora niefinansowego był wzrost zobowiązań instytucji finansowych.

Wykres 2.27 Realizacje wartości wybranych wskaźników określonych w ramach Procedury nierównowag makroekonomicznych (MIP)

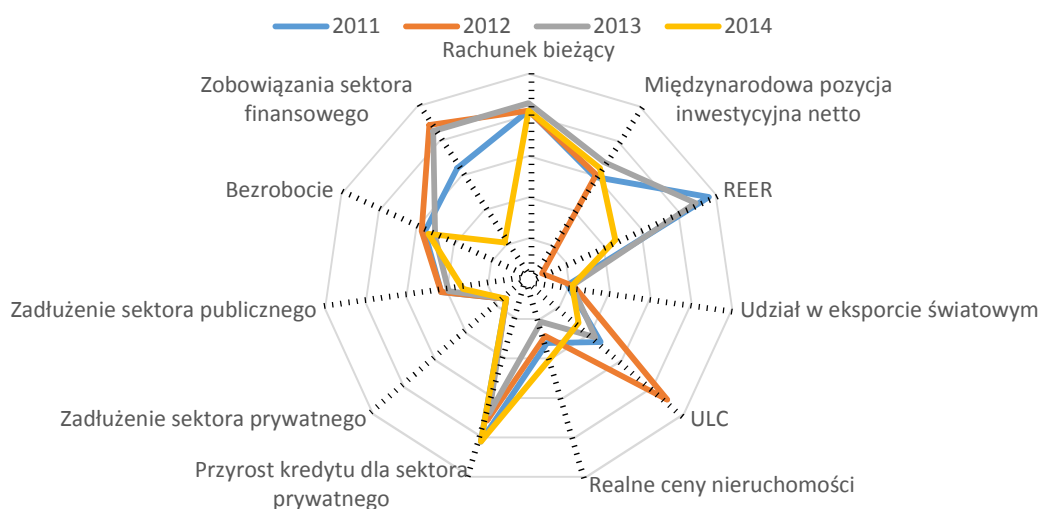


Uwaga: Zmienne zostały przeskalowane tak, że im bliżej centrum wykresu, tym korzystniejsza wartość z punktu widzenia oceny w ramach MIP. Zewnętrzna krawędź wykresu odpowiada najbardziej niekorzystnej obserwacji dla polskiej gospodarki z lat 2004-2015 lub progowi określonego dla danej zmiennej. Centrum wykresu odpowiada najkorzystniejszej obserwacji dla polskiej gospodarki w latach 2004-2015.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Eurostat, GUS oraz NBP.

Co ciekawe, sytuacja w zakresie międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto dla polskiej gospodarki nie wygląda z tej perspektywy tak niekorzystnie, jak można sądzić po analizie poprzedniego wykresu. W stosunkowo dużej liczbie krajów członkowskich UE ujemna pozycja inwestycyjna netto jest znacznie większa od przyjętej wartości progowej (por. Wykres 2.28). Jest to pośrednią ilustracją faktu, że przyjęty przez KE poziom progowy dla tej zmiennej nie uwzględnia procesów konwergencji realnej zachodzących w części gospodarek UE, który był finansowany w dużym stopniu importem zagranicznych oszczędności. Jeśli wziąć powyższe pod uwagę, potwierdza się również korzystna ocena polskiej gospodarki w zakresie miar konkurencyjności międzynarodowej.

Wykres 2.28 Pozycja Polski w rankingu krajów UE dla wybranych wskaźników MIP



Uwaga: wykres przedstawia pozycję polskiej gospodarki w rankingu (uszeregowaniu) gospodarek krajów UE dla poszczególnych zmiennych. Środek wykresu oznacza najwyższą pozycję w rankingu (najkorzystniejszą wartość), natomiast krawędź wykresu oznacza najniższą pozycję w rankingu (najbardziej niekorzystną wartość).

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych Eurostat.

Ramka 2.2. Procedura nierównowag makroekonomicznych

Coroczny cykl rozpoczyna się publikacją w listopadzie przez KE „Raportu mechanizmu ostrzegawczego” (ang. „Alert mechanism report” – AMR), w którym, na podstawie oceny wybranych zmiennych wskaźnikowych (zob. tabele poniżej) oraz ogólnej oceny sytuacji gospodarczej typowane są kraje, w których mogą występować nierównowagi makroekonomiczne. Dla wyznaczonych krajów przygotowywane są następnie pogłębione przeglądy (ang. in-depth reviews), będące podstawą oceny, czy, a jeśli tak – to w jakim stopniu – w danej gospodarce występują takie nierównowagi. W skrajnym przypadku w odniesieniu do krajów strefy euro, może zostać rozpoczęta „procedura nadmiernych nierównowag” (ang. Excessive Imbalances Procedure), jeśli nierównowagi w danej gospodarce mogłyby stanowić zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania unii monetarnej.

Jednym z istotnych elementów AMR jest analiza zestawu wskaźników, które mają w syntetyczny sposób ilustrować stan równowagi (zarówno w wymiarze wewnętrznym, jak i zewnętrznym) gospodarki oraz konkurencyjności międzynarodowej. Dodatkowo, w 2015 r. ten zestaw wskaźników został uzupełniony o trzy zmienne, które odnoszą się do społecznego wymiaru procesów ekonomicznych (zmiana stopy aktywności zawodowej, zmiana stopy bezrobocia długookresowego, zmiana stopy bezrobocia wśród osób młodych).

Dla poszczególnych wskaźników ustalono, na podstawie rozkładu obserwacji historycznych, wartości progowe, przekroczenie których ma sygnalizować możliwość wystąpienia nierównowagi w danym obszarze. Co istotne, ocena KE odnośnie występowania nierównowagi w gospodarce nie jest automatycznie powiązana z ewentualnym przekroczeniem wartości progowych przez poszczególne zmienne.

Tabela 1 Podstawowe wskaźniki MIP – nierównowaga zewnętrzna i konkurencyjność

Wskaźnik	Miara	Wartości progowe
Saldo obrotów bieżących	% PKB (3-letnia średnia ruchoma)	+6/-4%
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto	% PKB	-35%
Realny efektywny kurs walutowy deflowany HICP/CPI (w relacji do 41 krajów uprzemysłowionych)	3-letnia zmiana procentowa	+/-5% kraje strefy euro +/-11% kraje spoza strefy euro
Udział w rynkach eksportowych	5-letnia zmiana procentowa	-6%
Nominalne jednostkowe koszty pracy	3-letnia zmiana procentowa	+9% kraje strefy euro +12% kraje spoza strefy euro

Tabela 2 Wybrane podstawowe wskaźniki MIP – nierównowaga wewnętrzna

Wskaźnik	Miara	Wartości pro- gowe
Realne ceny mieszkań (w relacji do deflatora konsumpcji Eurostat)	Roczna zmiana procentowa	+6%
Przyrost kredytu dla sektora prywatnego	% PKB	+14%
Zadłużenie sektora prywatnego	% PKB	+133%
Zadłużenie sektora rządowego i samorządowego	% PKB	+60%
Stopa bezrobocia	3-letnia średnia	10%
Zobowiązania sektora finansowego	Roczna zmiana procentowa	16,5%

3. Podstawowe czynniki wpływające na stan zrównoważenia gospodarki

3.1. Oszczędności i inwestycje przedsiębiorstw

Polskie przedsiębiorstwa inwestują na niewielką skalę, mimo że bez podniesienia stopy inwestycji krajowych ich możliwości konkurencyjne na światowych rynkach ulegną pogorszeniu, co spowoduje proces konwergencji Polski do krajów Europy Zachodniej. Wysokie stopy oszczędności sektora przedsiębiorstw i rosnące środki na rachunkach bankowych, podobnie jak subiektywne oceny ankietowanych firm sugerują, że ich relatywnie niska aktywność inwestycyjna nie wynika z trudności w dostępie do finansowania. Z zaprezentowanych poniżej danych i analiz wynika, że do czynników, które mają znaczący wpływ na wysoką stopę oszczędności należy zaliczyć przede wszystkim: wysoki poziom rentowności polskich przedsiębiorstw, wolne tempo rozwoju firm, nie rzadko związane z obawami przed zbyt dynamicznym wzrostem, a także preferencje dotyczące sposobu finansowania działalności, w tym niechęć do ryzyka związanego z zadłużaniem się.

3.1.1. Oszczędności

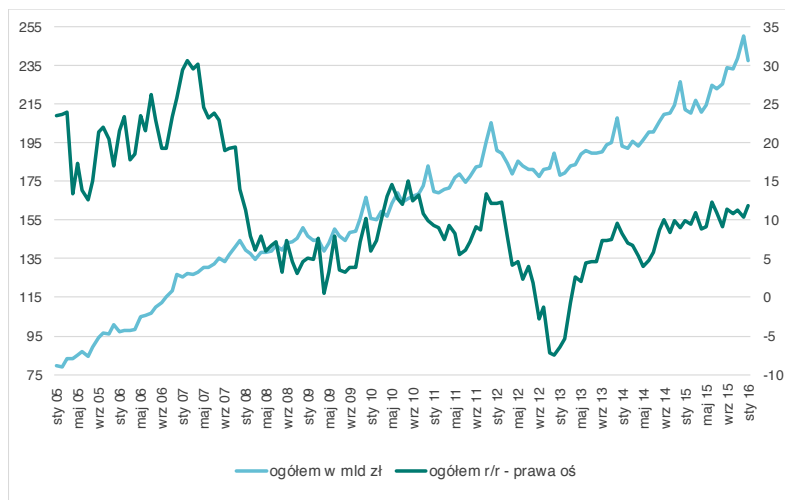
Po przystąpieniu Polski do UE środki pieniężne sektora przedsiębiorstw zdeponowane na rachunkach bankowych w kolejnych latach rosły niemal nieprzerwanie, z krótką przerwą między wrześniem 2012 r. a marcem 2013 r. Ostatecznie, oszczędności zgromadzone przez przedsiębiorstwa w 2015 r. zwiększyły się 3-krotnie w stosunku do 2005 r., podczas gdy w tym samym okresie zadłużenie sektora przedsiębiorstw wobec instytucji finansowych zwiększyło się 2,5-krotnie, a PKB niemal dwukrotnie. Do 2008 r. widoczna była bardzo wysoka dynamika środków pieniężnych zgromadzonych na rachunkach bankowych, przy czym około 25% zdeponowanych środków było nominowanych w walutach obcych. Po 2008 r. tempo przyrostu środków pieniężnych zostało ograniczone do około 7% r/r, a udział depozytów walutowych spadł średnio o ok. 10 pkt. proc. Zmniejszenie udziału depozytów walutowych miało swoje źródło m.in. w osłabieniu kursu złotego względem euro, które stanowi w sektorze przedsiębiorstw wiodącą walutę przechowywania oszczędności i dokonywania rozliczeń.

W układzie terminowym widoczna jest niewielka przewaga środków ulokowanych na rachunkach bieżących nad środkami ulokowanymi na rachunkach terminowych (oszczędnościowych), przy czym w ostatnich kilku latach zjawisko utrzymywania wolnych środków pieniężnych na rachunkach bieżących zaczęło się nasilać.

W styczniu br. dynamika depozytów bieżących sięgała 21% w ujęciu rocznym i środki te stanowiły niemal 60% całkowitych depozytów sektora przedsiębiorstw. Niskie tempo wzrostu depozytów

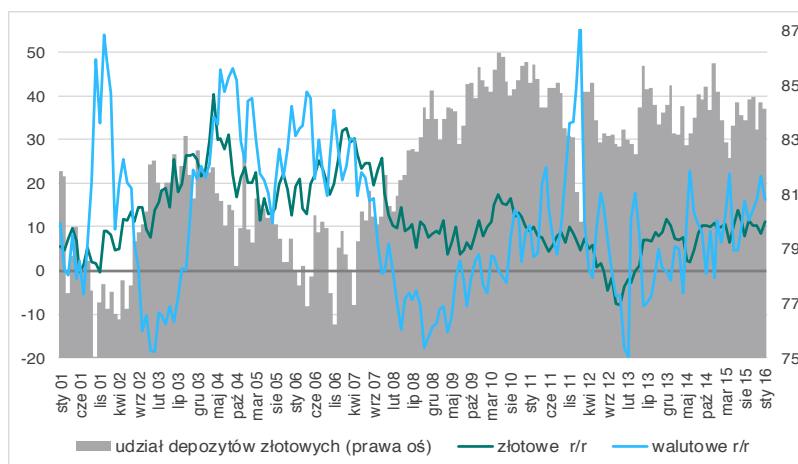
terminowych może sugerować, że przedsiębiorstwa mają cele inwestycyjne, które chcą sfinansować w dogodnym czasie i celowo utrzymują środki na rachunkach bieżących z możliwością ich natychmiastowego wykorzystania.

Wykres 3.1 Depozyty i inne zobowiązania monetarnych instytucji finansowych wobec przedsiębiorstw



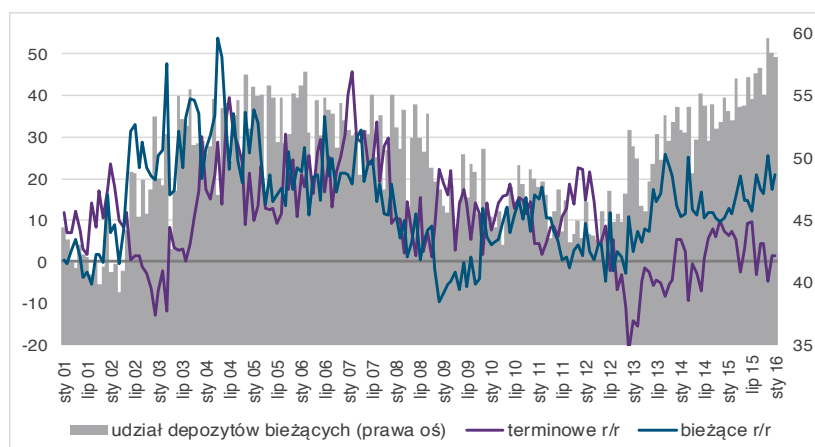
Źródło: NBP.

Wykres 3.2 Depozyty i inne zobowiązania monetarnych instytucji finansowych wobec przedsiębiorstw w układzie walutowym



Źródło: NBP.

Wykres 3.3 Depozyty i inne zobowiązania monetarnych instytucji finansowych wobec przedsiębiorstw w układzie terminowym

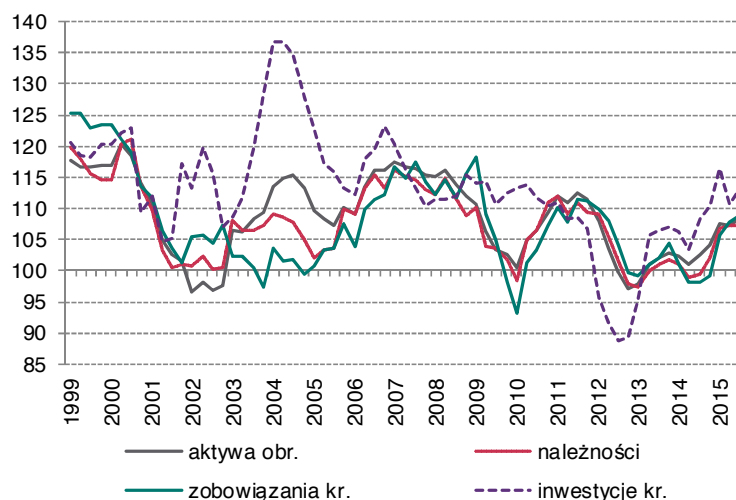


Źródło: NBP.

3.1.2. Płynność

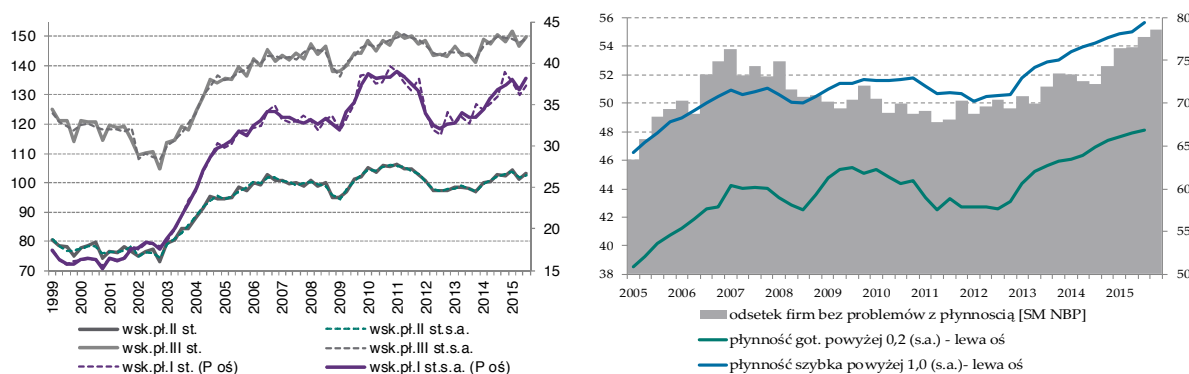
Począwszy od 2005 r. sektor przedsiębiorstw charakteryzuje trwale wysoki poziom płynności finansowej. Dzięki obserwowanym w ostatnich kwartałach wzrostom wskaźników płynności, ponownie sięgają one poziomów obserwowanych w okresie tuż po wybuchu kryzysu finansowego w 2008 r., jednak charakter akumulacji płynności ma przebieg znacznie łagodniejszy niż przed kryzysem, rozłożony w czasie i odpowiada gromadzeniu najbardziej płynnych aktywów obrotowych nie ograniczających działalności bieżącej przedsiębiorstw. Zasadniczą różnicą obecnego wzrostu wskaźników płynności sektora przedsiębiorstw, względem wzrostu obserwowanego w trakcie kryzysu, jest gwałtowność i głębokość zmian składowych wskaźników płynności. O ile w 2009 r. zobowiązania rosły szybciej niż aktywa obrotowe, to już w 2010 r. widoczny był ich spadek. Obecnie sytuacja jest dużo mniej dynamiczna, a zmiany obu składowych przebiegają w zbliżonym tempie. Za dynamicznym wzrostem płynności gotówkowej kryje się utrzymujący się silny wzrost inwestycji krótkoterminowych.

Wykres 3.4 Dynamika składowych wskaźników płynności



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych F-01/I-01 GUS.

Wykres 3.5 Wskaźniki płynności: I, II i III stopnia (lewy panel) oraz odsetek przedsiębiorstw ze wskaźnikami płynności przekraczającymi referencyjne poziomy (prawy panel)

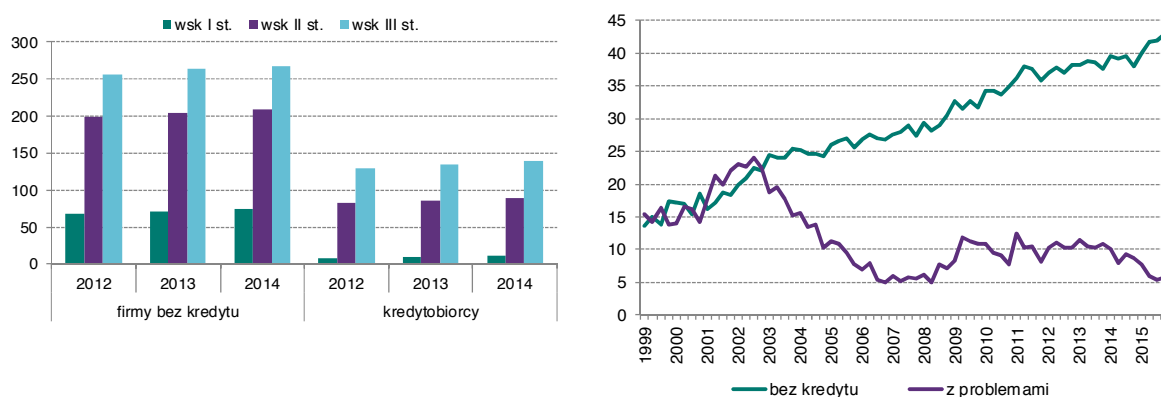


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych F-01/I-01 GUS oraz badania ankietowe SM NBP.

Za wysoką płynność sektora przedsiębiorstw odpowiada głównie akumulacja środków pieniężnych największych pod względem obrotów (tj. czwartego kwartyła), przedsiębiorstw, ponieważ to one posiadają obecnie około 77% środków pieniężnych pozostających w posiadaniu całego sektora. Obserwowana jest jednak coraz bardziej równomiernie rozkładająca się poprawa płynności w populacji przedsiębiorstw. W przypadku inwestycji i należności krótkoterminowych obserwuje się powolne rozpraszanie zmiennej, wskaźniki koncentracji zmiennych są obecnie najniższe od 2007 r. Według ostatnich dostępnych danych płynność gotówkową przekraczającą poziom 0,2

miało 48%, a płynność szybką powyżej 1,0 miało ponad 55% badanych firm. Dane SM NBP potwierdzają tendencję ku powolnemu wzrostowi odsetka firm wolnych od problemu braku bezpiecznego poziomu płynności finansowej.

Wykres 3.6 Wskaźniki płynności: I, II i III stopnia w grupie kredytobiorców oraz firm bez kredytu (lewy panel) oraz odsetek przedsiębiorstw nie korzystających z kredytu, jak też odsetek kredytobiorców zgłaszających problemy ze spłatą kredytu (prawy panel, dane an



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych F-01/I-01 GUS oraz badania ankietowe SM NBP.

3.1.3. Rentowność

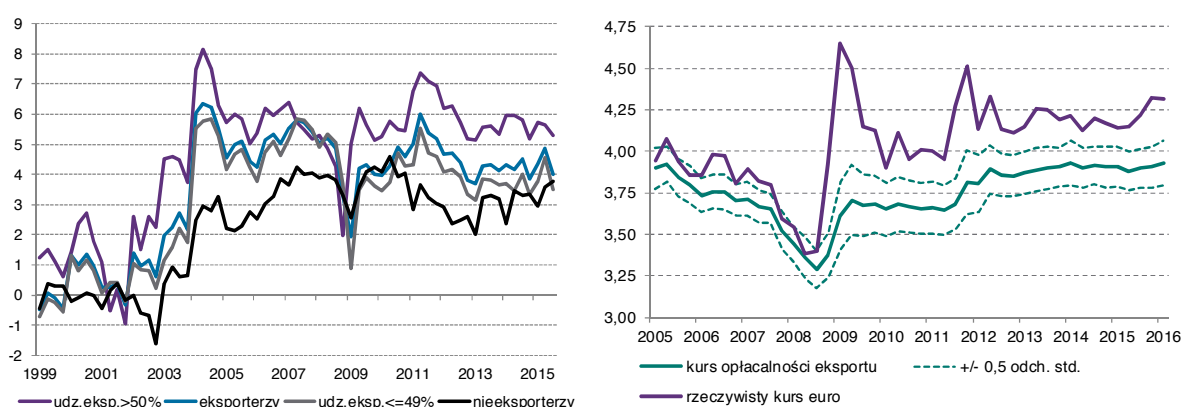
Do 2004 r. wskaźniki rentowności oscylowały na poziomach bliskich 1%, z tendencją spadkową do 1999 r., a następnie w przedziale od 0 do 1% aż do 2003 r. Po 2003 r. rentowność skokowo wzrosła do poziomów ok. 4%, wahając się w granicach 3%-5%, w pobliżu górnej granicy w okresach większego ożywienia, a dolnej – w okresach spowolnienia i nasilenia skutków kryzysu finansowego. Po 2009 r. poziom zyskowności można uznać za zadowalający, a kondycję przedsiębiorstw za dobrą, i to zarówno z perspektywy wskaźników rentowności, jak i w świetle własnych subiektywnych ocen firm (pokazują to m.in. badania ankietowe sektora przedsiębiorstw niefinansowych prowadzone przez NBP). Natomiast rentowność na poziomie indywidualnym, tj. z punktu widzenia przeciętnego przedsiębiorstwa kształtuje się obecnie na najwyższym poziomie w całym okresie potransformacyjnym.

Wykres 3.7 Wskaźniki rentowności obrotu netto: zagregowany (lewy panel) oraz mediany rozkładu wskaźnika dla każdego okresu wraz ze średnią ruchomą (prawy panel)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych F-01/I-01 GUS oraz badania ankietowe SM NBP.

Wykres 3.8 Wskaźniki rentowności obrotu netto w grupie eksporterów, w tym wyspecjalizowanych (z ponad 50% udziałem eksportu w przychodach) i niewyspecjalizowanych oraz w grupie nieeksporterów (lewy panel) oraz kurs opłacalności eksport (prawy panel; dane SM NBP)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych F-01/I-01 GUS oraz badania ankietowe SM NBP.

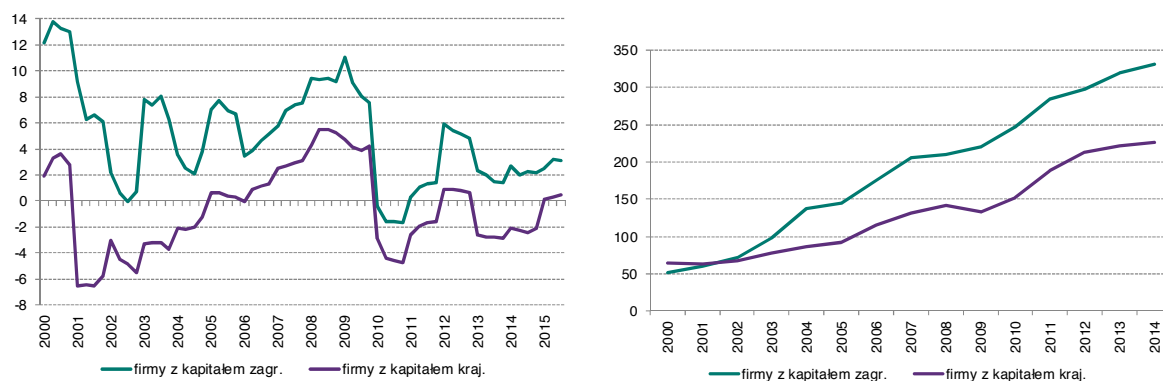
Obserwowana od 2003 r. poprawa rentowności możliwa była zarówno dzięki napływowi kapitału zagranicznego i zwiększeniu eksportu, w tym eksportu dóbr wysoko przetworzonych, jak i ożywieniu koniunktury krajowej, w tym zwłaszcza sektora usługowego i budownictwa. W tym okresie można mówić o gwałtownym rozwoju firm usługowych. Wiązało się to m.in. z rosnącą specjalizacją i wyłączaniem poza struktury przedsiębiorstw aktywności niezwiązanych bezpośrednio z ich podstawowym profilem, w tym zwłaszcza w szerszym wykorzystaniu zewnętrznych usług transportowych, jak też usług księgowych, administracyjnych, czy porządkowych. Sektor usłu-

gowy rozwijał się również jako efekt bogacenia się polskiego społeczeństwa i wzrostu zapotrzebowania na usługi zaawansowane technologicznie. Ponadto, w ostatnich latach sektor usługowy coraz bardziej aktywnie działał na rynkach międzynarodowych – zarówno odsetek eksporterów, jak i udział eksportu w sprzedaży tego sektora widocznie zwiększył się. Otwarcie na rynki zagraniczne dało impuls do napływu nowych technologii i pozwoliło na zwiększenie wydajności pracy i poprawę wyników finansowych polskich firm, zarówno z sektora przemysłowego, jak i usługowego. Spektakularny charakter miało również ożywienie w sektorze budowlanym, który po latach działania na granicy opłacalności zaczął osiągać bardzo dobre wyniki finansowe (zarówno ze względu na wzrost popytu, jak i w efekcie rosnących cen nieruchomości).

Po wybuchu międzynarodowego kryzysu finansowego przedsiębiorstwa doświadczyły przejściowego spadku zysków, silniej odczuwanego przez eksporterów, w tym szczególnie firmy zaangażowane w spekulacje na opcjach walutowych. Rozwijający się dynamicznie rynek krajowy pozwolił jednak na dość szybki powrót na ścieżkę wzrostu, z drugiej zaś strony, atrakcyjny z punktu widzenia eksporterów kurs złotego umożliwiał osiąganie wysokiej opłacalności eksportu (w latach 2007-2008 kurs złotego kształtował się na poziomie, który eksporterzy oceniali jako niezapewniająca satysfakcjonującej rentowności dla sprzedaży zagranicznej, po deprecjacji złotego pod koniec 2008 r. sytuacja uległa odmianie i od tego czasu opłacalność eksportu z punktu widzenia samego kursu wymiany pozostaje wysoka).

Odnotowane po 2009 r. zmiany związane są, z jednej strony, z poprawą kondycji przeciętnej firmy (zwiększyła się mediana rozkładu wskaźników, jak i odsetek zyskownych firm), w tym zwłaszcza ze wzrostem rentowności w grupie mniejszych przedsiębiorstw. Z drugiej strony, zagregowane miary rentowności były kształtowane przez gwałtowne wahania wyników finansowych największych polskich spółek, w tym zwłaszcza energetyki, górnictwa oraz firm z sektora paliwowego. Po wybuchu kryzysu zmiany ceny surowców najpierw doprowadziły do silnych wzrostów zysków w wymienionych branżach, by od 2013 r., wraz ze spadkami cen i pogorszeniem koniunktury światowej, spowodować silne redukcje wyników finansowych, przekładające się w widoczny sposób na wolumen zysków całego sektora przedsiębiorstw.

Wykres 3.9 Dynamika wzrostu liczebności firm (lewy panel) oraz wartość sprzedaży zagranicznej (prawy panel)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych F-01/I-01 GUS

W okresie nasilenia zjawisk kryzysowych część przedsiębiorstw wprowadziła dyscyplinę kosztową, starając się ograniczyć zbędne wydatki. Takie podejście niektóre firmy stosują do dziś. Poczucie niepewności, które skutkuje niewielką skłonnością do ryzyka, już chyba na stałe wpisało się w schemat działania podmiotów gospodarczych, co z jednej strony sprzyja utrzymaniu bezpieczeństwa finansowego, z drugiej zaś może przekładać się niekorzystnie na działalność inwestycyjną i rozwojową.

3.1.4. Preferencje finansowania

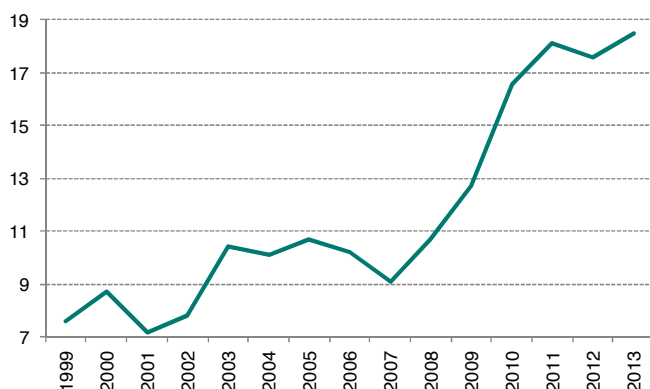
Od 2003 r., dzięki zwiększonej sprzedaży i rosnącym zyskom, dynamicznie zwiększała się również akumulacja kapitału i poziom płynności. Szczególnie silne wzrosty zaobserwowano zwłaszcza w 2004 r. Stopa oszczędności sektora przedsiębiorstw (mierzona relacją oszczędności przedsiębiorstw do PKB) ukształtowała się ostatecznie na obecnym wysokim poziomie. Dodatkowe środki finansowe pozwoliły przedsiębiorstwom spłacać zadłużenie i odchodzić od finansowania kredytem bankowym. Zniechęcać do kredytu mogły również kłopoty z jego spłatą, z jakimi borykali się kredytobiorcy w okresie spowolnienia gospodarczego w latach 2001-2002. Przyczyną zmian preferencji finansowych był zatem, z jednej strony – wzrost środków do dyspozycji, z drugiej zaś – zwiększona ostrożność przedsiębiorców, którzy w okresie wyhamowania gospodarczego odczuli poważne kłopoty finansowe, co przełożyło się na spadek zainteresowania zwiększaniem zadłużenia.

W ciągu ostatnich dziesięciu lat, wraz z obniżaniem się inflacji i z rosnącą konkurencją w systemie bankowym koszty kredytu zaczęły się zmniejszać, a jego dostępność – rosnąć. Problemy z uzyskaniem finansowania bankowego, brak środków na rozwój, podobnie jak wysokie koszty kredytu powoli przestawały stanowić poważną barierę rozwoju. Nie spowodowało to jednak wzrostu popytu

na kredyt. Największe zapotrzebowanie na finansowanie długiem bankowym wykazują obecnie przedsiębiorstwa zamierzające przeprowadzić znaczące inwestycje zwiększające ich potencjał, tj. działania, które wymagają wysokich nakładów finansowych przekraczających wartość posiadanych środków własnych. Natomiast dominującym sposobem finansowania potrzeb bieżących, tak jak działalności inwestycyjnej ukierunkowanej na odtworzenie majątku trwałego, stanowią obecnie środki własne.

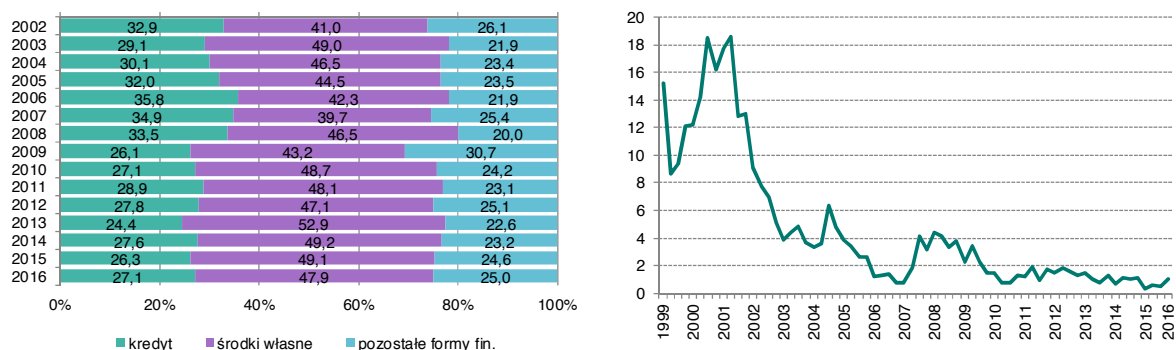
Finansowanie się ze źródeł własnych wymaga posiadania odpowiedniego kapitału i z tego powodu poziom płynności w grupie firm nie korzystających z kredytu kształtuje się na wyraźnie wyższym poziomie niż wśród kredytobiorców. Rezygnacja z kredytu, czy innych obcych źródeł finansowania, przekłada się na większy popyt na kapitał własny, czego konsekwencją jest nie tylko wzrost wskaźnika płynności I stopnia, ale i wzrost udziału najbardziej płynnych środków w aktywach obrotowych przedsiębiorstw. Uniezależnienie się od zewnętrznych dostawców kapitału może być też odzwierciedleniem nieufności – w razie kłopotów przedsiębiorcy nie liczą obecnie na pomoc dostawcy kapitału, czy jakiegokolwiek instytucji.

Wykres 3.10 Relacja oszczędności sektora przedsiębiorstw do PKB



Źródło: GUS.

Wykres 3.11 Źródła finansowania inwestycji (lewy panel) oraz odsetek firm wskazujących wysoki koszt kredytowania jako barierę rozwoju (prawy panel)



Źródło: badania ankietowe SM NBP.

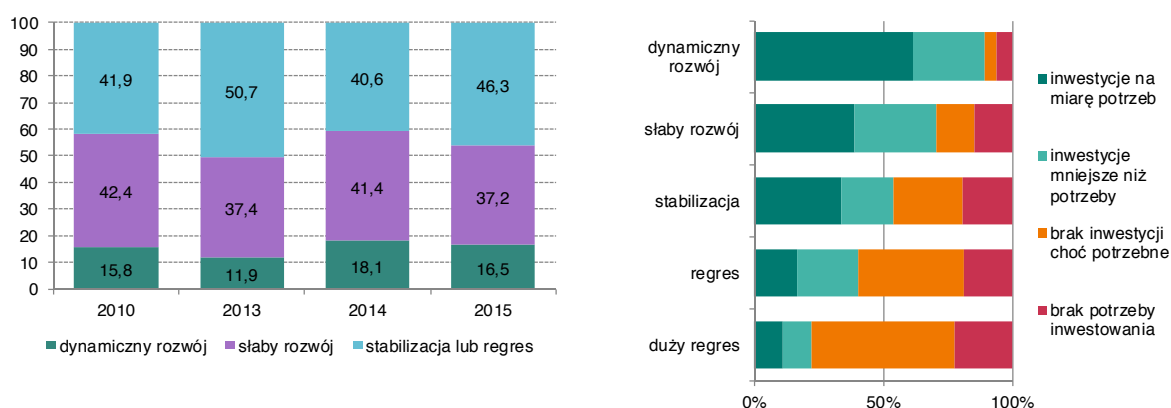
3.1.5. Stopa inwestycji

Niska aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw wydaje się obecnie w większym stopniu odbiciem tempa wzrostu gospodarczego i niskich oczekiwań popytowych, niż słabej kondycji firm. Problem leży nie tylko w niewielkiej dynamice sprzedaży i rosnącej konkurencji, ale też w zakładanym słabym tempie rozwoju, czyli w planach i oczekiwaniach samych przedsiębiorstw odnośnie do zwiększenia skali działalności firmy w przyszłości. I tak, w ciągu ostatnich kilku lat w grupie przedsiębiorstw ankietowanych przez NBP (gdzie przeważają duże i średnie podmioty²) dynamiczny rozwój prognozowało między 12% a 18% respondentów. Kolejnych ok. 40% firm również planowało się rozwijać, ale raczej powoli. Nawet w grupie dużych i silnych podmiotów dynamiczny rozwój nie był dominującym scenariuszem – takie plany ma obecnie około 26% tych podmiotów. „Mało ambitne” zamiary przekładają się na niewielkie potrzeby inwestycyjne firm. Przedsiębiorstwa częściej zamierzają remontować lub wymieniać zużyty sprzęt niż rozbudowywać moce wytwórcze – zatem stosunkowo rzadko realizowane są projekty, które wymagają bardzo dużych środków, dominują zaś działania zapewniające utrzymanie posiadanego majątku, które nie generują dużych potrzeb finansowych. Niewielkie zainteresowanie inwestycjami same przedsiębiorstwa wyjaśniają z jednej strony brakiem pomysłów na rozwój, jak też problemami ze znalezieniem nowych odbiorców, czyli najogólniej rzecz ujmując brakiem potrzeby inwestowania. Natomiast brak środków na inwestycje wymieniany jest stosunkowo rzadko jako przyczyna wstrzymywania się od działań rozwojowych (w 2016 r. tylko 6% przedsiębiorstw ankietowanych przez

² Por. „Szybki Monitoring NBP. Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ...prognoz na I kw. 2016 r.” http://www.nbp.pl/publikacje/koniunktura/raport_1_kw_2016.pdf

NBP wskazało taką przyczynę braku inwestycji, w latach poprzednich było nieco więcej takich firm – 15-16%).

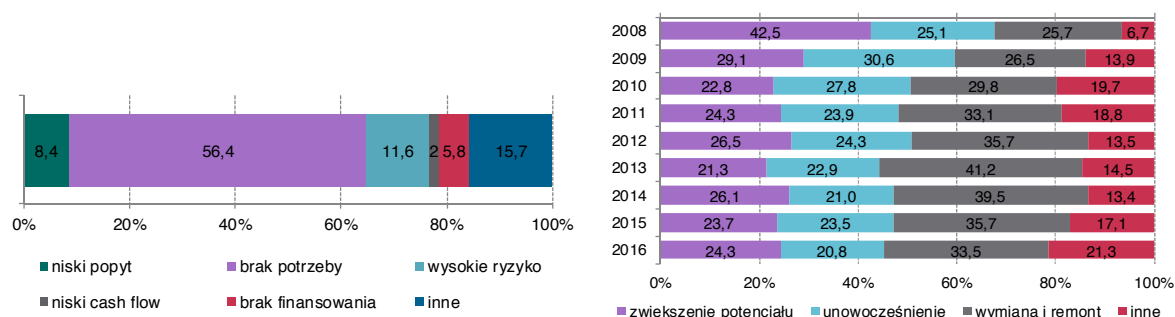
Wykres 3.12 Plany rozwojowe przedsiębiorstw na najbliższe 2-3 lata (lewy panel) oraz zależność między inwestycjami a planami rozwojowymi (prawy panel)



Źródło: badania ankietowe AR NBP.

Nieco inne wydaje się zachowanie firm z udziałem kapitału zagranicznego. Rozwój tych przedsiębiorstw może być w dużej mierze ograniczony przez tempo narzucone przez firmy matki i same rzadko decydują o tempie i kierunku rozwoju, co może mieć wpływ na ich aktywność inwestycyjną. Niemniej, to właśnie ta grupa firm chce rosnać najszybciej – dynamiczny rozwój zakłada w ostatnich latach ponad 21% przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym, wobec ok. 13% wśród firm z kapitałem krajowym (zarówno publicznych jak i prywatnych).

Wykres 3.13 Przyczyny braku inwestycji w 2016 r. (lewy panel) oraz cel planowanych w danych roku inwestycji (prawy panel)

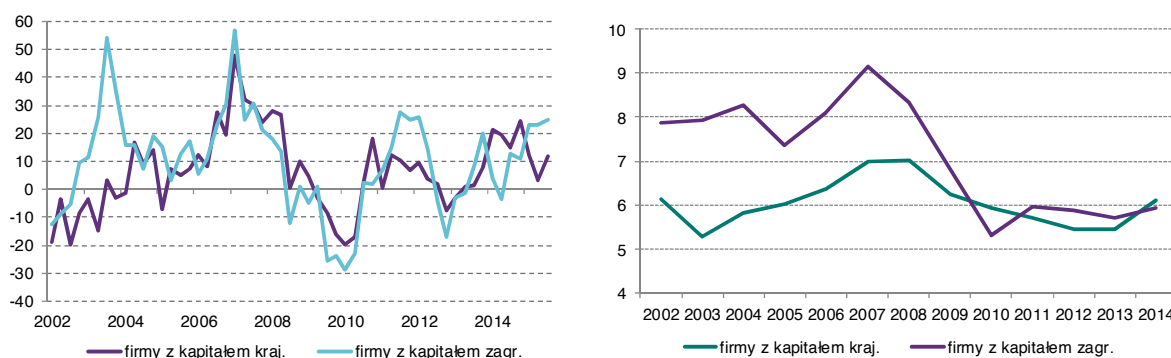


Źródło: badania ankietowe SM NBP.

Różnice w aktywności rozwojowej istnieją również jeśli ograniczymy analizę tylko do dużych jednostek lub tylko do firm przemysłowych lub usługowych.

Warto w tym miejscu wspomnieć również o pożyczkach od zagranicznych spółek zależnych, które stanowią bardzo ważne źródło finansowania dla firm z kapitałem zagranicznym. Ten rodzaj finansowania może usuwać bariery inwestycyjne, nawet w przypadku projektów ryzykownych lub bardzo dużych, wymagających środków, których przeciętnej firmie trudno jest wypracować. Mimo swojej przewagi w dostępie do finansowania, aktywność inwestycyjną firm z kapitałem zagranicznym, zarówno mierzoną relacją wydatków na inwestycje do aktywów, jak i wspomnianym już zakładanym tempem rozwoju, nie można uznać za wysoką.

Wykres 3.14 Dynamika nakładów na środki trwałe w podziale na firmy z kapitałem zagranicznym i krajowym (lewy panel) oraz relacja nakładów na środki trwałe do aktywów ogółem (prawy panel)

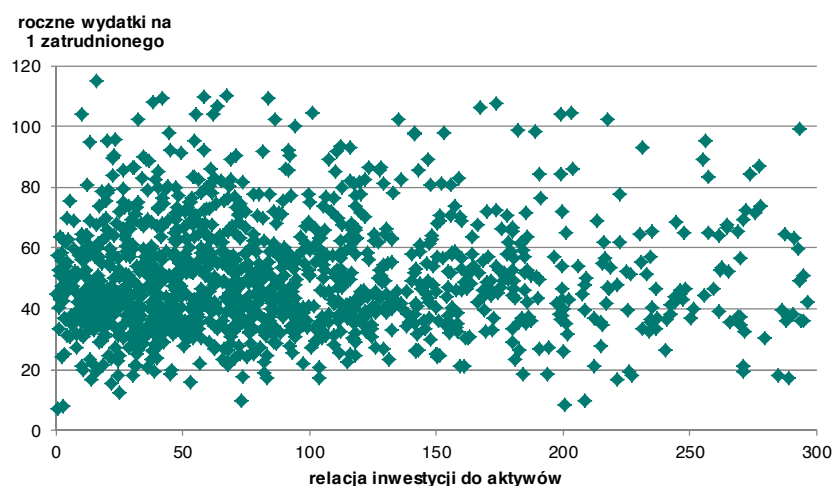


Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych F-01/I-01 GUS.

Z kolei przedsiębiorstwa z polskim kapitałem, chociaż coraz częściej widoczne na rynkach międzynarodowych, rzadko jednak mają plany o zasięgu globalnym, chętniej hołdując zasadzie rozwoju małymi krokami, co ogranicza potencjał inwestycyjny i popyt na finansowanie. Rozwój małymi krokami, czy wręcz utrzymanie dotychczasowej pozycji preferuje zwłaszcza sektor MSP. Obawa przed dynamicznymi zmianami ma najprawdopodobniej swoje źródło w chęci utrzymania przez mały podmiot charakteru firmy rodzinnej o znaczeniu lokalnym. Część sektora MSP powstaje, by zapewnić byt właścicielowi i jego rodzinie, a prowadzący je przedsiębiorcy boją się nowych wyzwań, nie dysponując często odpowiednim zapleczem, zarówno w postaci kapitału, jak i kwalifikacji. W momencie osiągnięcia założonego celu, czyli dochodów gwarantujących konsumpcję na satysfakcjonującym poziomie, właściciel nie chce ryzykować utraty wypracowanej pozycji na rzecz celów, których realizacja jest niepewna, a ich osiągnięcie nie jest mu niezbędne, a wymaga wiele dodatkowego wysiłku i nakładów.

W takim modelu działania środki własne generowane przez przedsiębiorstwo są zwykle wystarczające, a ewentualne potrzeby związane z odtworzeniem majątku mogą być finansowane z akumulowanych oszczędności.

Wykres 3.15 Zależność między poziomem kosztów pracy a wydatkami na inwestycje. Dane za 2014 r. dla sekcji Przetwórstwo przemysłowe



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych F-01/I-01 GUS.

Rozwój, i co za tym idzie potrzeby inwestycyjne, mogą być ograniczane również przez niskie koszty pracy. Przedsiębiorstwom opłaca się wtedy bardziej zwiększać zatrudnienie, niż inwestować w automatyzację produkcji i nowoczesne technologie. Mimo lekkiego wzrostu w ostatnich latach, udział kosztów pracy pozostaje w Polsce nadal niski – w grupie firm zatrudniających powyżej 49 osób wynosi on obecnie 12% kosztów sprzedaży (spadek z 17% w 1995 r.). Dane uzyskane od przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 49 osób i sprawozdających się do GUS nie potwierdzają jednak takiej zależności – w przedsiębiorstwach z wysokimi kosztami pracowniczymi inwestycje nie różnią się istotnie od nakładów przedsiębiorstw z niskimi kosztami zatrudnienia.

3.2. Oszczędności gospodarstw domowych

Oszczędności gospodarstw domowych w systemie rachunków narodowych definiowane są jako nieskonsumowana część dochodów do dyspozycji. W ujęciu potocznym termin „oszczędności” często utożsamiany jest ze środkami finansowymi będącymi do dyspozycji gospodarstw domowych, a tymczasem wielkość ta, mająca charakter zasobowy, w statystyce publicznej odnosi się do aktywów finansowych i jest elementem finansowych rachunków narodowych. Wielkości te nie są wprost powiązane: wygenerowane w danym okresie oszczędności mogą – ale nie muszą – zostać przeznaczone na zwiększenie aktywów finansowych lub rzeczowych. Ponadto, aktywa finansowe mogą zmieniać się w czasie nie tylko wskutek nowych oszczędności (czy finansowania konsumpcji z wcześniej zgromadzonych oszczędności), ale również zmian cen poszczególnych rodzajów aktywów.

Oszczędności w ramach rachunków narodowych są wielkością bilansującą rachunek wykorzystania dochodów i wyrażają się jako ta część dochodu do dyspozycji, która nie została przeznaczona na konsumpcję. Dodatkowo, w skład oszczędności gospodarstw domowych wchodzi korekta z tytułu zmiany w uprawnieniach emerytalno-rentowych, której wartości uzgadniane są również w oparciu o dane z rachunków finansowych. Tym samym, wszystkie rewizje dotyczące dochodów do dyspozycji bądź spożycia przekładają się na oszacowania oszczędności, a konsekwencją tych naturalnych ograniczeń metodologicznych jest dość częsta i czasem zasadnicza rewizja szacunków dotyczących oszczędności sektora gospodarstw domowych.

Również w danych mikroekonomicznych oszczędności gospodarstw domowych (GD) mierzone są poprzez bieżącą nadwyżkę dochodów nad wydatkami. Jednak w przypadku mikrodanych pochodzących z takich źródeł jak np. badania budżetów gospodarstw domowych (BBGD), niesie to za sobą dodatkowe ograniczenia metodologiczne. Po pierwsze, w badaniach tego typu wydatki mierzone są z dużą szczegółowością, a sama metodyka badania sprzyja temu, by ankietowani ujawnili swoje wzorce konsumpcji w sposób maksymalnie szczegółowy i wiarygodny. Tymczasem dane na temat dochodu gospodarstwa domowego zbierane są w sposób podobny do innych reprezentatywnych badań ankietowych, tj. w postaci jednorazowej i nieweryfikowanej deklaracji ankietowanego. W konsekwencji, dane o dochodach w BBGD pozostają znacząco niedoszacowane, co powoduje równoległe niedoszacowanie oszczędności GD, uzyskanych w oparciu o te mikrodane, i tym samym zmniejsza ich wiarygodność.

Po drugie, konstrukcja rotacyjnego panelu w źródłach, takich jak BBGD powoduje, że uzyskać można informację na temat nadwyżki dochodów nad konsumpcją tylko w danym miesiącu. Jeśli zachodzą takie zjawiska jak gromadzenie środków przez kilka miesięcy na (zwykle większe co do wartości) zakupy dóbr trwałych lub niektórych usług (np. wypoczynkowych), mikrodane BBGD

wskazą w miesiącach gromadzenia środków nadwyżkę, choć w danych zagregowanych, mierzonych w częstotliwości kwartalnej, środki te mogą już pojawić się jako konsumpcja, np. dóbr trwałych lub usług (np. turystyka lub edukacja) sektora gospodarstw domowych.

Po trzecie, nieoczywisty jest w BBGD status oszczędności gospodarstw domowych, w których choć jeden członek prowadzi działalność gospodarczą. W BBGD, w takich gospodarstwach koszty prowadzenia działalności gospodarczej nie są wykazywane jako konsumpcja. Jednocześnie jednak, wszystkie przychody z prowadzenia działalności gospodarczej wykazywane są jako dochody. Oznacza to, że pewna część rezydualnie wyliczonych oszczędności obejmuje swoim zakresem także już faktycznie poniesione lecz niewykazywane w BBGD koszty prowadzenia działalności gospodarczej. Odróżnia to zasadniczo oszacowania oszczędności na podstawie BBGD od agregatów publikowanych w ramach rachunków narodowych. W BBGD w Polsce samodzielną działalność rolniczą bądź gospodarczą prowadzi obecnie ok. 18% osób, a w skład 10% gospodarstw domowych wchodzi choć jeden samozatrudniony poza rolnictwem. Nadwyżka operacyjna brutto w rachunkach narodowych stanowi ponad 40% dochodów sektora gospodarstw domowych

Mając na uwadze te zastrzeżenia, dalsza część raportu zawiera szczegółową analizę wybranych aspektów oszczędności sektora gospodarstw domowych w Polsce i ich interpretację. W pierwszej kolejności przedstawiono zmienność dobrowolnych oszczędności sektora gospodarstw domowych. Zmiany w nich odniesione zostały do dostępnych danych na temat decyzji o zaciąganiu zobowiązań i tworzenia majątku. Wnioski z tych analiz, w połączeniu ze wskazaniem z innych dostępnych źródeł stanowią podstawę do sformułowania oceny, na ile wzrost stopy oszczędności przedsiębiorstw i gospodarstw domowych w Polsce może stać się bazą dla przyszłego wzrostu gospodarczego w średnim i dłuższym okresie.

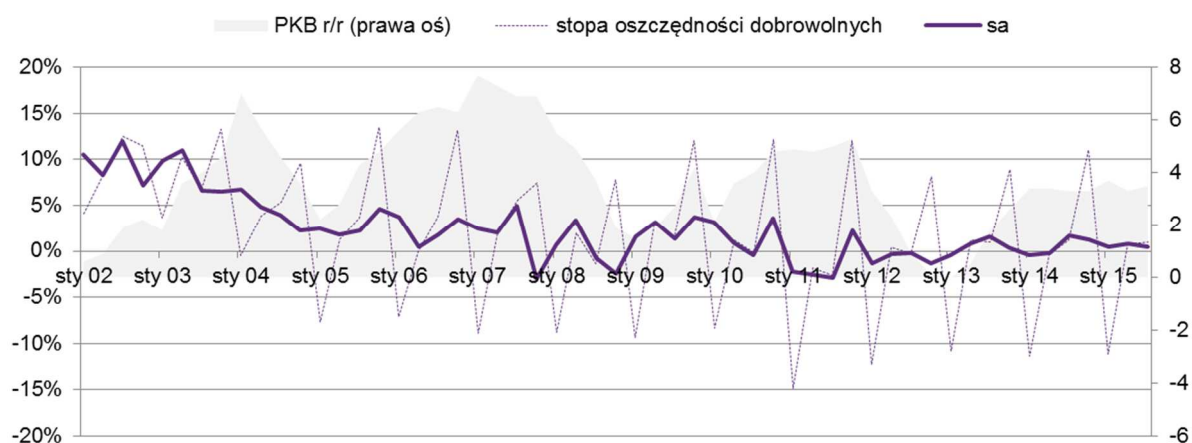
3.2.1. Dobrowolne oszczędności sektora gospodarstw domowych na podstawie rachunków narodowych

Oszczędności dobrowolne to kategoria, którą na podstawie rachunków narodowych można otrzymać jako różnicę pomiędzy dochodami do dyspozycji gospodarstw domowych a spożyciem prywatnym. Nie obejmuje ona zatem oszczędności o charakterze obowiązkowym, takich jak składka do kapitałowych systemów zabezpieczenia emerytalnego.

Historycznie, w pierwszej dekadzie obecnego stulecia, stopy oszczędności dobrowolnych sektora gospodarstw domowych kształtowały się na znacznie wyższym poziomie, ok. 7%. Wielkość ta jednak obniżała się systematycznie i przez ostatnią dekadę stopa oszczędności GD zawierała się w przedziale pomiędzy -0,3% i 4% (po usunięciu wahań o charakterze sezonowym). Trwałość tej zmiany sugeruje, że stoją za nią wzorce o charakterze behawioralnym, m.in. preferencji związanych z rozplanowaniem konsumpcji w czasie.

Stopa oszczędności dobrowolnych pozostaje względnie niska na przestrzeni ostatnich czterech lat³ (por. Wykres 3.16). Odnotowywane poziomy ok. 0% kształtują się znacząco poniżej długookresowej średniej wynoszącej ok. 2,0%. Niższa niż przeciętna skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania utrzymuje się od początku 2011 r, po znaczących spadkach na przestrzeni roku 2010. Ze względu na pojawiające się znaczne rewizje danych, interpretacja ostatnich kwartałów jest utrudniona. Najnowsza publikacja GUS dotycząca rachunków narodowych ujawniła tendencję spadkową oszczędności dobrowolnych, ponieważ znacząco obniżyła dochody gospodarstw domowych, bez istotnych zmian w konsumpcji.

Wykres 3.16 Stopa oszczędzania dobrowolnego sektora gospodarstw domowych w Pol



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS.

Obniżenie stopy oszczędzania po 2004 r. może być także związane z mniejszym postrzeganym poziomem niepewności, co potencjalnie oddziałuje na decyzje GD. W tym okresie dobiegły końca wyraźne przesunięcia sektorowe w gospodarce, generujące m.in. realokacje pracowników i wysokie bezrobocie, a postrzeganie przyszłości przez GD mogło być bardziej optymistyczne ze względu na wejście Polski do Unii Europejskiej. Z jednej strony mogło to zmniejszać rolę motywu przezornościowego w kształtowaniu oszczędności. Z drugiej – mogło leżeć u podstaw wyraźnego przyspieszenia popytu konsumpcyjnego (w tempie wyższym niż dynamika dochodów). Przejawem motywu przezornościowego w reakcji na utrzymującą się niepewność otoczenia gospodarczego mogą być również obserwowane tendencje wzrostowe oszczędności w latach 2008/2009 oraz w roku 2013, tj. w reakcji na informacje o globalnym kryzysie gospodarczym oraz pojawiające

³ Spójne z ESA 2010 dane dotyczące oszczędności gospodarstw domowych dostępne są od 2002 r.

się systematycznie informacje o nowych potencjalnych źródłach kryzysu gospodarczego (m.in. zawirowania związane z zadłużeniem niektórych państw w strefie euro, konflikt zbrojny na Ukrainie, spowolnienie w gospodarce Chin itp.).

Niejako w konsekwencji złożoności tych procesów, zmienność stóp oszczędzania dobrowolnego nie jest ściśle powiązana z cyklem koniunkturalnym (Wykres 3.16). Choć stopa oszczędzania jest średnio wyższa w okresach spowolnienia niż w czasie umacniającej się koniunktury, to kierunki zmian oraz ich siła nie wydają się być ściśle powiązane ze zmiennością PKB. W szczególności, korelacja pomiędzy tymi dwoma szeregami nie jest istotna statystycznie.

Brak wyraźnego wzorca cyklicznego stopy oszczędności może być też wynikiem rezydualnego charakteru tej zmiennej. Nadwyżka przychodów nad wydatkami gospodarstw domowych charakteryzuje się zarówno zmiennością cykliczną charakterystyczną dla strony przychodowej, jak i równoległe – dla strony wydatkowej. Ponadto, teoria ekonomii wskazuje, że zmiany niektórych ważnych z punktu widzenia cyklu koniunkturalnego parametrów gospodarczych, takich jak np. stopa procentowa, mają niejednoznaczny (odmienny dla pożyczkodawców i pożyczkobiorców) wpływ na oszczędności.

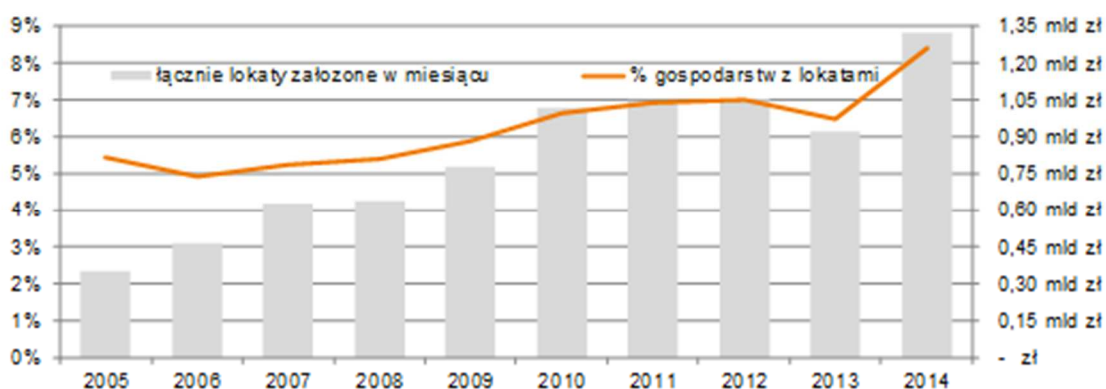
Dodatkowo, cykl zakupów określonych kategorii dóbr (np. dóbr trwałych czy nieruchomości, które często skutkują wcześniejszą akumulacją środków z przeznaczeniem na ich finansowanie) może pogłębiać lub osłabiać wahania stopy oszczędności. Po pierwsze, zakupy dóbr trwałych cechuje odmienny przebieg w cyklu koniunkturalnym w porównaniu z konsumpcją dóbr nietrwałych. Charakteryzują się one wyższym stopniem zmienności, a długość wahań cyklicznych jest większa. Po drugie, w zależności od pozycji majątkowej gospodarstwa domowego, planowany zakup dóbr trwałych w przyszłości może, ale nie musi, przekładać się na faktyczne bieżące oszczędności. Po trzecie, zależność między zakupami dóbr trwałych a oszczędnościami dodatkowo zaburza skala finansowania tego typu zakupów kredytem konsumpcyjnym.

3.2.2. Mikropodstawy oszczędności sektora gospodarstw domowych

Zmiany we wzorcach zachowań gospodarstw domowych, zarówno w odniesieniu do oszczędności, jak i zaciągania zobowiązań można analizować w oparciu o mikrodane z Badań Budżetów Gospodarstw Domowych (BBGD). Choć znacząca większość gospodarstw domowych cechuje się konsumpcją niższą niż dochody w danym miesiącu, to gospodarstwa domowe odkładające środki na lokatę bankową pozostają w mniejszości (zob. Wykres 3.17). Od 2005 r. ich udział w populacji ogółem wzrósł z ok. 6% do ok. 8%. W latach 2011-2013 obniżył się odsetek gospodarstw domowych z lokatami oraz łączna wysokość zadeklarowanych w BBGD lokat, co jest spójne z obserwowanymi stopami oszczędzania w rachunkach narodowych. W przeciwieństwie do danych z rachunków narodowych, mikrodane wskazują na intensyfikację tworzenia depozytów przez gospodarstwa

domowe w 2014 r. W 2014 przeciętnie 78% gospodarstw domowych miało na koniec miesiąca sprawozdawczego oszczędności (zob. Wykres 3.18). Środki te mogą służyć finansowaniu większych zakupów (dobra trwałe, niektóre usługi, zakup nieruchomości) lub przyczyniać się do budowania majątku gospodarstw domowych.

Wykres 3.17 Wzorce oszczędności gospodarstw domowych



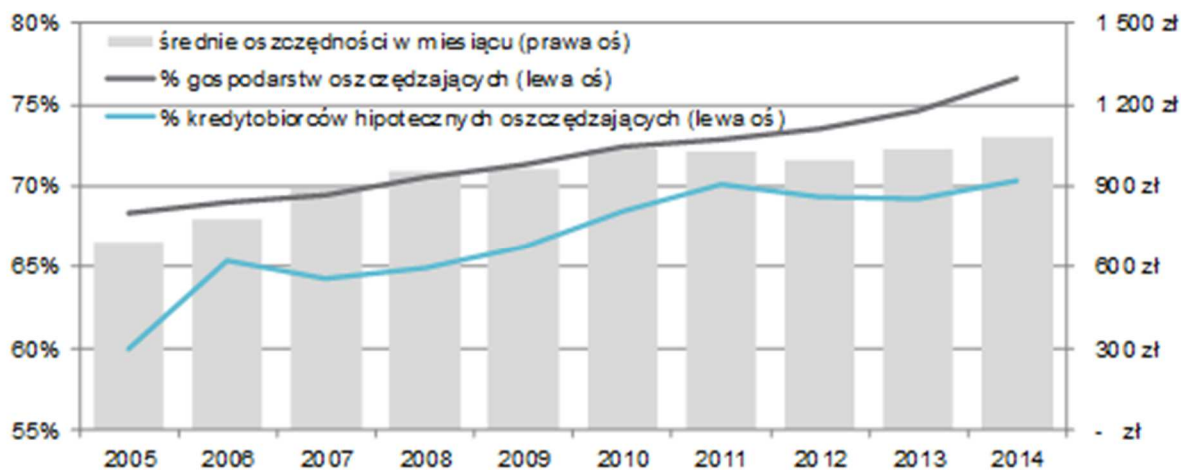
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych BBGD GUS, dane o lokatach obejmują lokaty w bankach, innych instytucjach oraz papiery wartościowe, których udział jest jednak niewielki. Dane urealnione CPI, 2005=1.

Za zmianami w roli depozytów w lokowaniu oszczędności obserwowanymi w BBGD stoją zmiany strukturalne. Dane z rachunków finansowych sektora gospodarstw domowych wskazują na znaczący wzrost zainteresowania instrumentami płynnymi i o niskim poziomie ryzyka. To może tłumaczyć, dlaczego choć zagregowane oszczędności nie rosną, rosną depozyty – większa część oszczędności znajduje się na lokatach bankowych. Poza tym, zachodzą prawdopodobnie zmiany w rozkładzie oszczędności wśród oszczędzających: większy przyrost wśród gospodarstw oszczędzających wyjściowo wyższe kwoty. Wreszcie, nie można wykluczyć zmian o charakterze metodologicznym, tj. wzrostu adekwatności deklarowanych dochodów w 2014 r. (m.in. na skutek lepszej informacji wprowadzającej ze strony ankietowanych GUS oraz postępującej digitalizacji procesu zbierania danych). Zmiany te automatycznie zwiększają skalę szacowanych oszczędności w grupie gospodarstw lepiej sytuowanych. Ponieważ BBGD nie jest panelem, nie jest możliwe zweryfikowanie wprost, które z wyjaśnień znajduje potwierdzenie w danych. Jednocześnie wydaje się, że głównym źródłem wzrostu oszczędności w BBGD jest większa populacja osób odkładających oszczędności na konto, gdyż nie uległa zasadniczej zmianie ani przeciętna ani medianowa wysokość wpłat. Należy także podkreślić, że choć obniżają się co do tendencji oszczędności sektora gospodarstw domowych, to w rachunkach finansowych obserwowany jest przyrost aktywów tego sektora. Dynamika przyrostu aktywów spowalnia w latach 2014-2015, lecz dodatnie dynamiki aktywów są spójne z sugerowaną przez BBGD stopniową finansjalizacją oszczędności.

Istotnym ograniczeniem w generowaniu nadwyżki dochodów nad wydatkami miesięcznymi jest rosnące zainteresowanie kredytem hipotecznym, gdyż sektor gospodarstw domowych systematycznie zwiększa swoje zadłużenie (głównie długoterminowe) w sektorze bankowym. Odsetek gospodarstw domowych obsługujących zobowiązania tego typu zwiększył się trzykrotnie w próbie BBGD (zob. Wykres 3.18). Prawdopodobnie wzrosła także wysokość tych zobowiązań w przeciętnym zadłużonym gospodarstwie, bo dane wskazują na systematyczny wzrost przeciętnej raty (łącznie o 66%, tj. przeciętnie ok. 5% rocznie). Tendencjom tym towarzyszy malejący odsetek gospodarstw domowych z kredytem innym niż hipoteczny. Wzrosła także wysokość przeciętnej raty (w kategoriach realnych o 28% w okresie 2005-2014, tj. przeciętnie o ok. 2,5% rocznie), przy czym wielkość ta jest wynikiem dwóch składowych: malejących rat wcześniej zaciągniętych kredytów oraz wyższej wysokości rat nowo zaciąganych zobowiązań.

Wzrost zainteresowania kredytem hipotecznym gospodarstw domowych szedł w parze ze wzrostem zarówno odsetka gospodarstw oszczędzających, jak i przeciętnej wielkości oszczędności. Za wzrost odsetka gospodarstw domowych, które odnotowują oszczędności odpowiadają w zasadzie wszystkie typy gospodarstw domowych. Nie zmienia to faktu, iż wśród gospodarstw obsługujących raty kredytu hipotecznego znacznie rzadziej przychody przewyższają miesięczne wydatki.

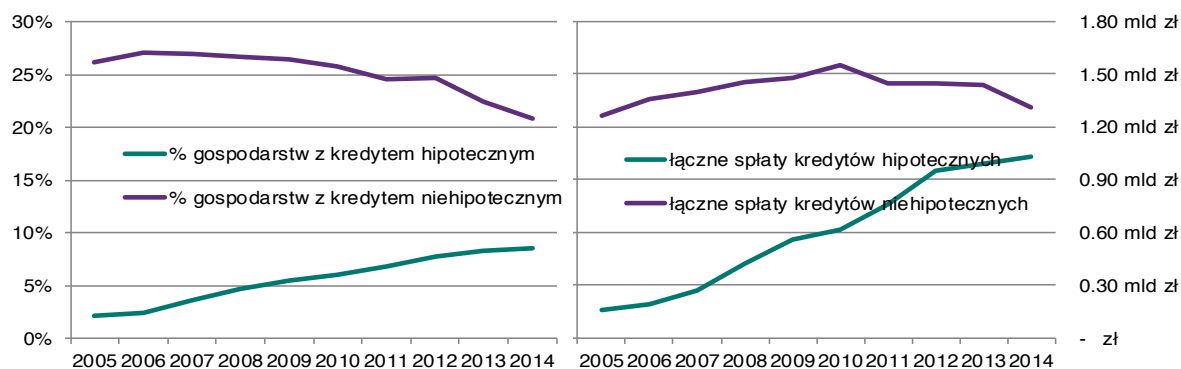
Wykres 3.18 Wzorce oszczędności gospodarstw domowych



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych BBGD GUS, dane dotyczące raty kredytu urealnione CPI, 2005=1, wysokość oszczędności szacowana tylko wśród gospodarstw deklarujących nadwyżkę dochodu nad konsumpcją.

Maleje zainteresowanie kredytem konsumpcyjnym (Wykres 3.19). Wzorzec ten jest spójny z dynamiką dochodów sektora gospodarstw domowych. Wynika także potencjalnie z rosnącego zainteresowania kredytem hipotecznym: gospodarstwa posiadające nieuregulowane zobowiązania mają nieproporcjonalnie niższą zdolność kredytową *ceteris paribus* ze względu na wymagania formalne.

Wykres 3.19 Zaciąganie kredytów przez gospodarstwa domowe



Uwaga: dane dotyczące raty kredytu urealnione CPI, 2005=1, wysokość raty szacowana tylko wśród gospodarstw deklarujących spłacanie kredytu.

Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych BBGD GUS.

Proces zaciągania zobowiązań – głównie na cele mieszkaniowe – cechuje się niższą dynamiką niż wzrost gotówki i depozytów ulokowanych w bankach przez gospodarstwa domowe. Oznacza to systematyczną poprawę sytuacji majątkowej gospodarstw domowych, tj. wzrost aktywów netto. Wniosek ten jest spójny ze wzrostem odsetka gospodarstw domowych z oszczędnościami. Nie jest możliwe określenie, w jakiej części proces ten byłby intensywniejszy bez spłat zobowiązań, lecz maleje odsetek gospodarstw domowych finansujących konsumpcję kredytem. Spadek zainteresowania kredytem konsumpcyjnym może być jednak w równym stopniu przejawem poprawy sytuacji dochodowej, jak i zmniejszenia zainteresowania zakupem dóbr lub usług o dużej jednostkowej wartości (np. dobra trwałe, usługi edukacyjne lub turystyczne, które zazwyczaj takim kredytem są finansowane).

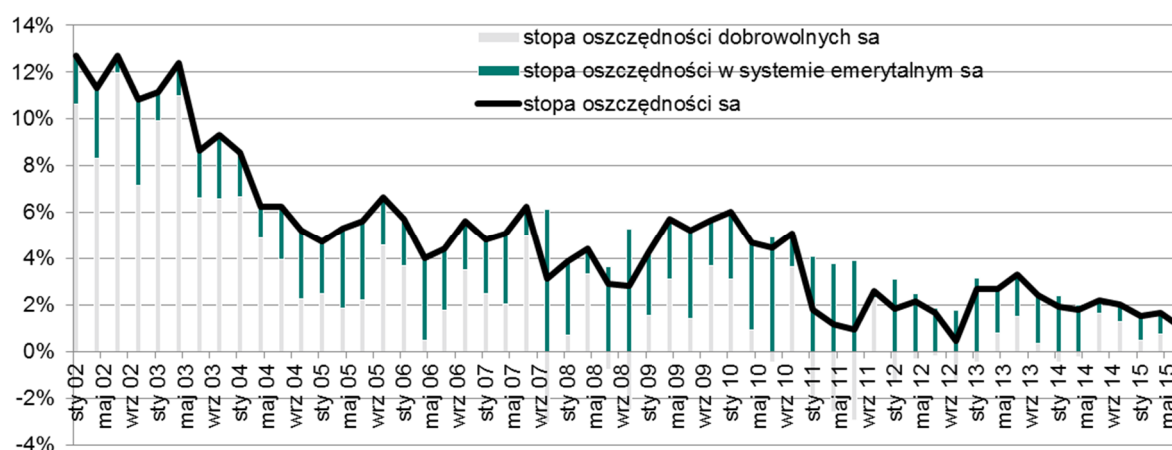
Poza motywem przezornościowym, na oszczędności dobrowolne gospodarstw domowych może oddziaływać także rosnąca świadomość dotycząca systematycznego wzrostu długości życia i pojawiająca się wielokrotnie niepewność co do kształtu systemu emerytalnego. Oba te czynniki powinny sprzyjać zwiększaniu oszczędności dobrowolnych. Jednak świadomość posiadania oszczędności w systemie emerytalnym – w szczególności środków zgromadzonych na kontach w

otwartych funduszach emerytalnych – może stanowić przeciwwagę dla tych motywów, w największym stopniu u osób z najniższymi kompetencjami finansowymi. Łączny efekt tych zmian o charakterze długofalowym nie jest jednoznacznie więc zdeterminowany. Istotnym aspektem mogą być także zmiany w zagregowanych preferencjach gospodarstw domowych (m. in. na skutek zmiany struktury demograficznej siły roboczej).

3.2.3. Oszczędności sektora gospodarstw domowych w systemie emerytalnym

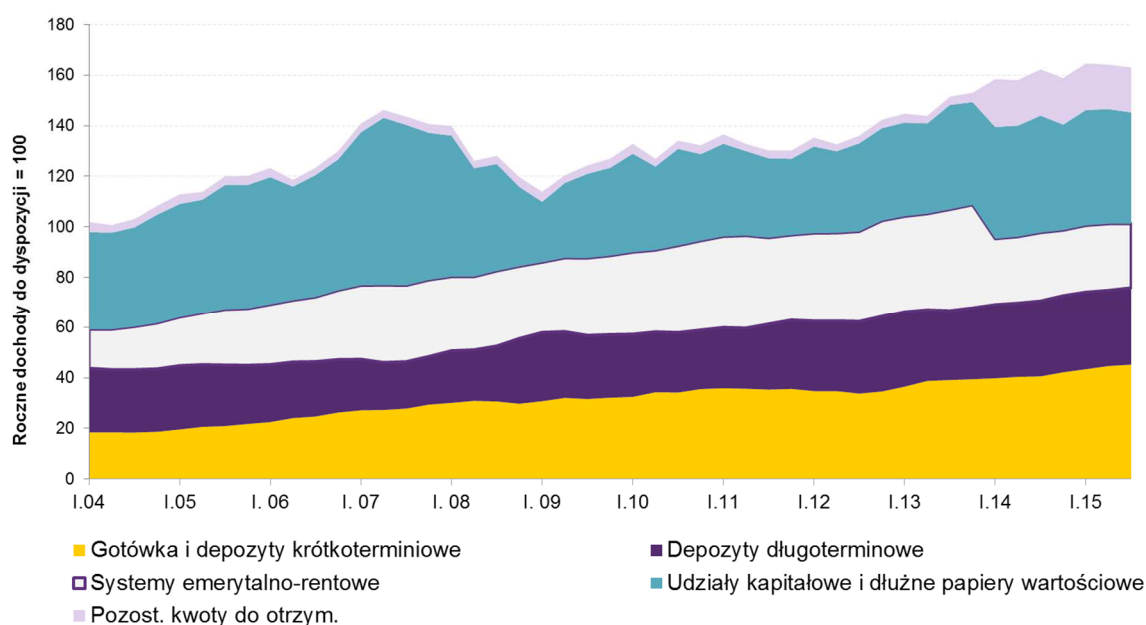
Wraz z reformą systemu emerytalnego w Polsce w 1999 r. nastąpiły dwie zasadnicze zmiany w wysokości wypłacanych emerytur. Po pierwsze, zamiast stopy zastąpienia, podstawą naliczenia emerytury będą zwaloryzowane środki łącznie zaksięgowane na indywidualnym koncie emerytalnym w Zakładzie Ubezpieczeń Społecznych oraz zgromadzone na kontach w otwartych funduszach emerytalnych. Środki przekazywane przez ZUS do OFE są w metodyce rachunków narodowych przypisane do oszczędności sektora gospodarstw domowych. W latach 1999-2005 środki te stanowiły ok. 20% oszczędności sektora gospodarstw domowych, lecz w miarę obniżania się oszczędności dobrowolnych, udział transferów OFE w tzw. szerokiej stopie oszczędzania systematycznie rósł (Wykres 3.20).

Wykres 3.20 Stopa oszczędzania sektora gospodarstw domowych w Polsce



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS i NBP.

Wykres 3.21 Składowe aktywów finansowych GD (jako % rocznych dochodów do dyspozycji)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS i NBP

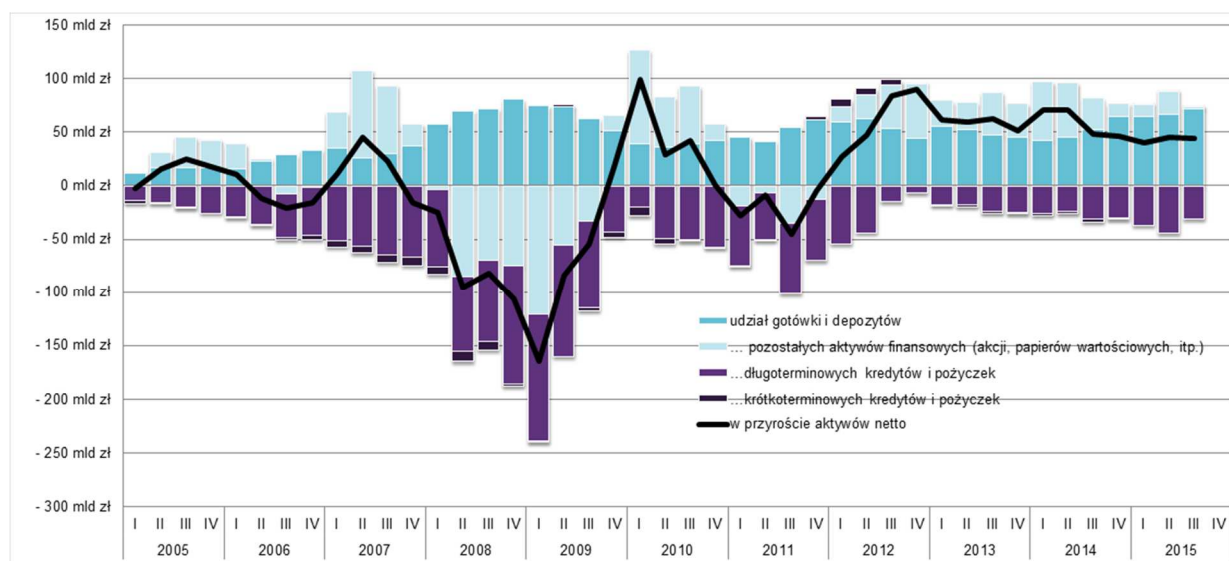
Po zmianach prawnych w systemie emerytalnym przeprowadzonych w roku 2011 oraz w roku 2013, środki zgromadzone w otwartych funduszach emerytalnych zostały znacznie uszczuplone. Zmiany z 2011 r. obniżyły wysokość składek odprowadzanych do OFE. Zmiany z 2013 r. wniosły trzy dalsze zmiany. Pierwsza z nich jednorazowo przesunęła środki z OFE do ZUS w I kw. 2014 r. w wysokości ponad 150 mld zł, zob. Wykres 3.21. Druga z nich skutkuje malejącymi wpłatami do systemu kapitałowego, ponieważ od 2013 r. konieczne stało się wyrażenie woli odkładania oszczędności w systemie kapitałowym (wolę taką wyraziło ok. 12% aktywnych zawodowo). Po trzecie, stopniowo środki osób osiągnących wiek przedemerytalny przenoszone są do ZUS (tzw. mechanizm „suwaka”). Ze względu na wysokość środków zgromadzonych w OFE przez kohorty osiągnące wiek przedemerytalny oraz niską liczebność nowych roczników podejmujących decyzję o członkostwie w OFE, można się spodziewać ujemnych wkładów korekty z tytułu OFE do oszczędności sektora gospodarstw domowych w kolejnych kwartałach.

Poza OFE, gospodarstwa domowe mogą gromadzić oszczędności długoterminowe w celach emerytalnych także w pracowniczych programach emerytalnych, na indywidualnych kontach emerytalnych oraz na indywidualnych kontach zakładów emerytalnych. Wysokość składek odprowadzanych do PPE, IKE oraz IKZE została ograniczona legislacyjnie, co ogranicza potencjał tych rozwiązań instytucjonalnych do zgromadzenia znacznych aktywów. Drugim ograniczeniem jest niewielkie zaangażowanie gospodarstw domowych w oszczędzanie w tej formie.

Ciężar stworzenia możliwości gromadzenia oszczędności emerytalnych w PPE spoczywa na pracodawcy. Zgodnie ze sprawozdaniem Komisji Nadzoru Finansowego, obecnie w ramach PPE oszczędzać mogą pracownicy ok. 1100 podmiotów prywatnych i publicznych (łącznie ok. 390 tys. osób). Limit wpłat na PPE związany jest z uzyskiwanymi dochodami z pracy najemnej u danego pracodawcy. Na koniec 2015 r. zgromadzono tam ok. 10,6 mld zł.

Decyzja o otwarciu IKE oraz IKZE spoczywa na osobach, przy czym nie jest konieczne posiadanie stosunku pracy, ponieważ limity składkowania wyznaczone są w kategoriach absolutnych, a nie jako procent uzyskanego dochodu. Zgodnie ze sprawozdaniem Komisji Nadzoru Finansowego w 2015 r. rachunek IKE oraz IKZE otworzyło ok. 165 tys. osób, co zwiększyło liczbę osób gromadzących oszczędności emerytalne w tych formach do ok. 1,5 mln. Na kontach IKE i IKZE zgromadzono na koniec 2015 r. ok. 6,3 mld zł, przy czym środki w IKE stanowią ok. 90% tej kwoty.

Wykres 3.22 Źródła zmian aktywów netto gospodarstw domowych



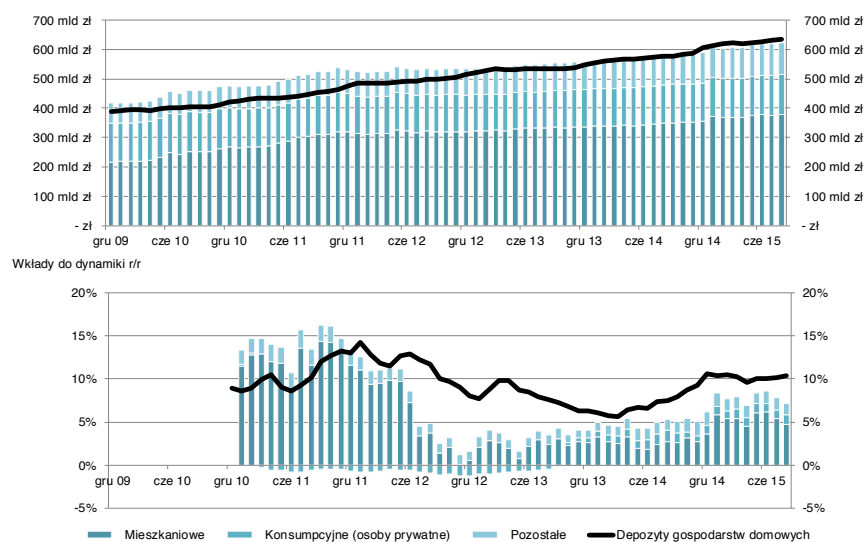
Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych GUS, dane nominalne, w zestawieniu z przyczyn metodologicznych pominięto obowiązkowe i nieobowiązkowe oszczędności emerytalne (tj. OFE, PPE, IKE oraz IKZE)

3.2.4. Należności i zobowiązania gospodarstw domowych w systemie finansowym

Z uwagi na heterogeniczność zachowań gospodarstw domowych, przy konstrukcji wielkości zagregowanych, takich jak agregaty w finansowych rachunkach narodowych, występują jednocześnie dostosowania wzajemnie się znoszące. Przykładowo, część gospodarstw domowych spłaca częściowo swoje zobowiązania, a inne gospodarstwa biorą nowy kredyt. Choć agregat dotyczący zobowiązań ulegnie np. obniżeniu w hipotetycznym scenariuszu, odsetek gospodarstw domowych obciążonych kredytem wzrośnie. Dostępne dane, zarówno ze statystyki bankowej, jak i statystyki finansowych rachunków narodowych nie informują osobno o transakcjach zwiększających i zmniejszających zasoby. Nie pozwalają zatem precyzyjnie odpowiedzieć, czy np. wzrost zadłużenia oznacza jedynie zaciąganie nowych kredytów, czy może jest wypadkową zaciągania nowych kredytów oraz spłaty wcześniej zaciągniętych zobowiązań.

Analiza zmian struktury oszczędzania przez gospodarstwa domowe wskazuje, że rośnie zainteresowanie sektora gospodarstw domowych lokatami bankowymi, pomimo systematycznego spadku oprocentowania. Skumulowany wzrost lokat w posiadaniu sektora gospodarstw domowych w okresie od 2010 do połowy 2015 r. wyniósł w ujęciu nominalnym 55% (tj. przeciętnie o ok. 9% r/r). Maleje natomiast rola udziałów w funduszach inwestycyjnych oraz bezpośrednich zakupów akcji.

Wykres 3.23 Kredyty sektora gospodarstw domowych w sektorze bankowym na tle depozytów



Źródło: NBP.

3.3. Struktura akcji kredytowej a stabilność wzrostu gospodarczego

Istnieje bogata literatura dokumentująca związek pomiędzy szybkim wzrostem akcji kredytowej a prawdopodobieństwem wystąpienia kryzysu finansowego. Dodatkowym czynnikiem, istotnym w wyjaśnianiu zagrożenia wystąpienia kryzysu, jest sytuacja na rynku nieruchomości. Obie te zmienne są często ze sobą ściśle związane. Spekulacyjny wzrost cen na rynku nieruchomości był często efektem nadmiernej łatwości dostępu do kredytu (który był w dużej mierze finansowany jest ze źródeł zagranicznych). To dodatkowo przyspieszyło wzrost na rynku hipotecznym, ponieważ wzrost cen nieruchomości, powodujący wzrost wartości zabezpieczeń oraz optymizm oczekiwań, stawał się czynnikiem zwiększającym zarówno popyt na kredyt, jak i jego podaż.

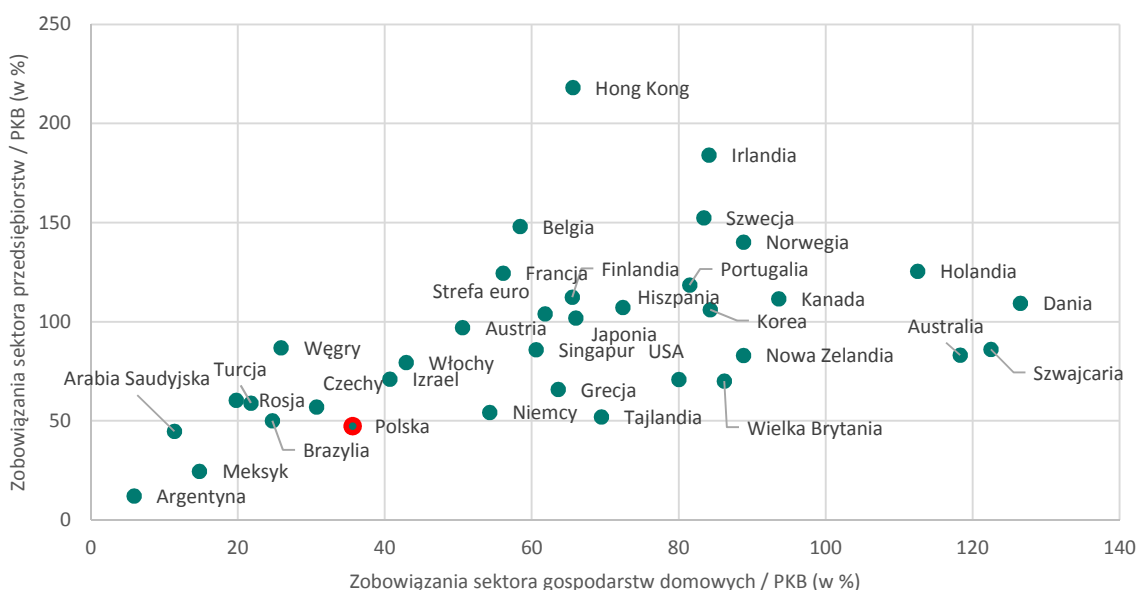
Wystąpienie kryzysu gospodarczego, często w następstwie kryzysu bankowego, jest jedną z najbardziej spektakularnych przyczyn cykliczności wzrostu gospodarczego. Okazuje się jednak, że nadmiernie szybki wzrost akcji kredytowej, szczególnie skoncentrowanej w sektorze nieruchomości, może prowadzić także do zaburzenia ścieżki długookresowego wzrostu gospodarczego poprzez zmniejszenie efektywności mechanizmu alokacji zasobów w gospodarce, nawet jeśli nie dojdzie do kryzysu. Kreowane poprzez działalność spekulacyjną nadzwyczajne stopy zwrotu w sektorze budowlanym mogą prowadzić do nadmiernej koncentracji zasobów gospodarki właśnie w tym sektorze. Może być to szczególnie niebezpieczne, gdy wzrost w sektorze budowlanym jest finansowany kredytem pochodzącym z zagranicy. Wówczas napływający do gospodarki kapitał lokowany jest we względnie mniej wydajnym sektorze produkującym dobra niepodlegające wymianie międzynarodowej. Wzrost produkcji w sektorze budowlanym nie przyczynia się znacząco do wzrostu zdolności gospodarki do spłaty w przyszłości zobowiązań wobec nierezidentów.

Celem niniejszego rozdziału jest przedstawienie sytuacji w polskiej gospodarce na tle doświadczeń wybranych krajów, które doświadczyły zaburzeń na rynku nieruchomości w efekcie nadmiernego wzrostu akcji kredytowej. Tworzymy w ten sposób punkt odniesienia dla dokonywania ocen, czy krajowa gospodarka nie staje w obliczu podobnych zagrożeń.

3.3.1. Zobowiązania sektora niefinansowego na tle międzynarodowym

W porównaniu do innych krajów, Polska gospodarka charakteryzuje się względnie niskim poziomem (w relacji do PKB) zobowiązań dłużnych sektora niefinansowego, szczególnie w przypadku przedsiębiorstw (zob. Wykres 3.24). Jest to związane m.in. ze znaczną rolą finansowania ze środków własnym w tym sektorze (zob. podrozdział 3.1).

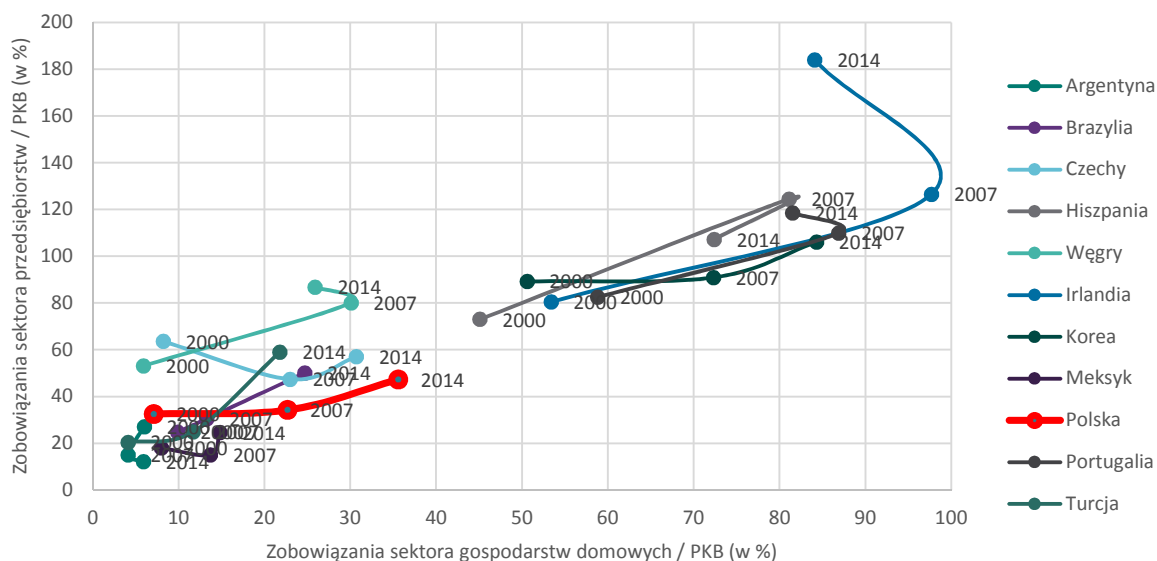
Wykres 3.24 Porównanie wielkości zobowiązań podmiotów sektora niefinansowego (2014 r.)



Źródło: BIS.

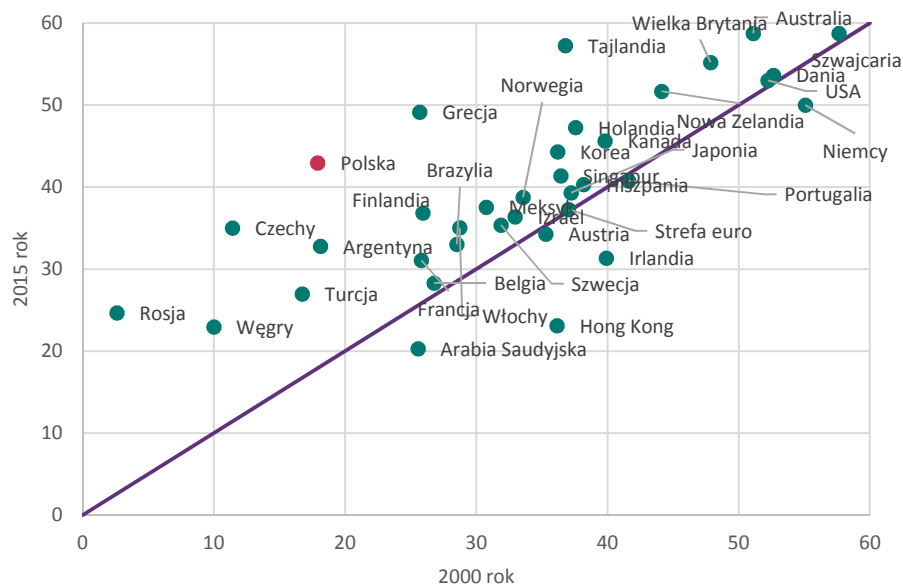
Warto zauważyć, że w przypadku niektórych krajów wielkości zadłużenia przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych ulegały na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat znacznym zmianom (zob. Wykres 3.25). Polska należy do grupy krajów, w których szczególnie mocno rosło zadłużenie gospodarstw domowych, natomiast zadłużenie przedsiębiorstw (wynikające z kredytów bankowych i innych zobowiązań) w relacji do PKB było relatywnie stabilne. Tendencję tę widać szczególnie wyraźnie, jeśli porówna się zmianę udziału zobowiązań gospodarstw domowych w całości zobowiązań sektora niefinansowego (zob. Wykres 3.26 – punkty w pobliżu ukośnej linii oznaczają stabilną w czasie strukturę zobowiązań w podziale na sektor gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, im większe oddalenie od tej linii, tym większa zmiana w analizowanej strukturze).

Wykres 3.25 Zmiany w czasie zobowiązań w sektorze niefinansowym dla wybranych krajów



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych BIS.

Wykres 3.26 Udział zobowiązań gospodarstw domowych w zobowiązaniach podmiotów sektora niefinansowego (w %)

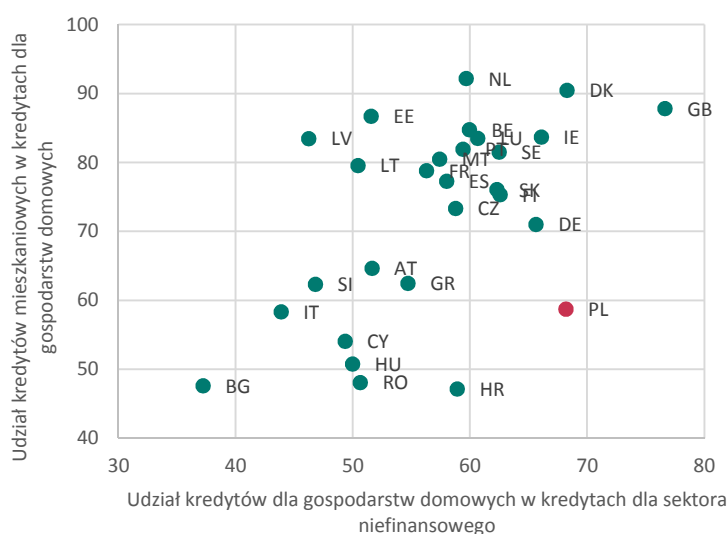


Źródło: Obliczenia NBP na podstawie danych BIS.

3.3.2. Struktura portfela kredytowego sektora bankowego

Dane omawiane w poprzednim podrozdziale odnosiły się do całości zobowiązań dłużnych sektora niefinansowego. Jednak szczególną rolę w tych zobowiązaniach odgrywa kredyt bankowy, gdyż to właśnie ewentualne problemy z obsługą zadłużenia bankowego przez firmy i gospodarstwa domowe prowadzą często do kryzysów systemowych. Jak już wspomniano w podrozdziale 2.1.2, dynamiczny wzrost kredytowania gospodarstw domowych, a zwłaszcza udzielanie przez banki na dużą skalę kredytów mieszkaniowych, doprowadziły do istotnej zmiany struktury portfela kredytowego w polskim sektorze bankowym. W efekcie, pod względem struktury portfela kredytowego polski sektor bankowy wyróżnia się na tle krajów UE, przede wszystkim pod względem wielkości kredytów dla gospodarstw domowych (zob. Wykres 3.27). Większy udział kredytów dla gospodarstw domowych w kredytach dla sektora niefinansowego mają jedynie Dania oraz Wielka Brytania.

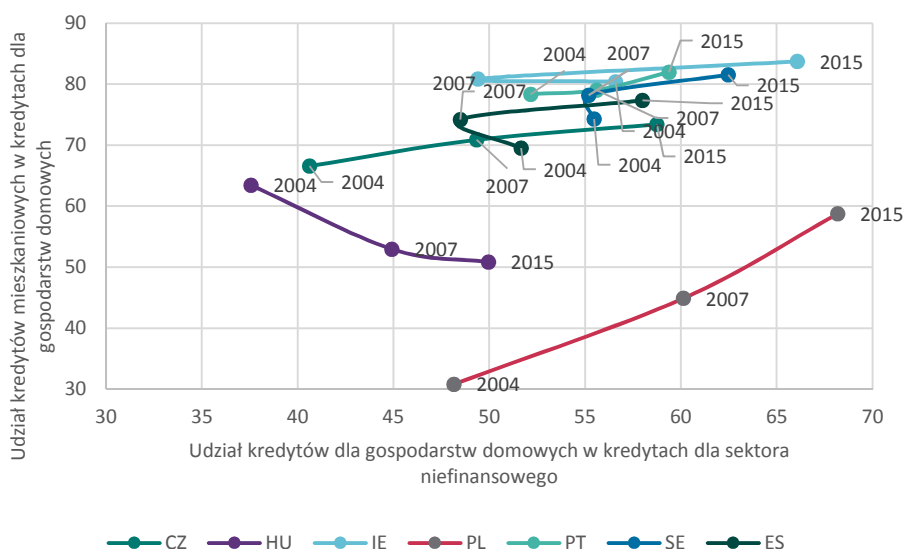
Wykres 3.27 Struktura portfeli kredytowych sektorów bankowych krajów UE (w %)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych EBC.

Co istotne, na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat skala zmian struktury portfela kredytowego w polskim sektorze bankowym była znaczna na tle innych krajów UE nie tylko w wymiarze sektorowym (wzrost roli kredytowania gospodarstw domowych), ale również w wymiarze produktowym (znaczący wzrost udziału w kredytach dla gospodarstw domowych kredytów mieszkaniowych) – zob. Wykres 3.28.

Wykres 3.28 Zmiany struktury portfeli kredytowych w sektorach bankowych wybranych krajów UE



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych EBC.

Takie zmiany oznaczają nie tylko istotne modyfikacje strategii biznesowych banków komercyjnych, ale mogą nieść ze sobą również znaczne długookresowe skutki makroekonomiczne.

Struktura akcji kredytowej banków komercyjnych wynika z jednej strony z popytu podmiotów realnej sfery gospodarki na różne kategorie kredytów, a z drugiej – z preferencji banków komercyjnych, wynikających m.in. ze zróżnicowania rentowności, ryzyka, wzajemnych korelacji oraz wymogów kapitałowych dla różnych produktów bankowych. Rosnąca skłonność banków do oferowania kredytów mieszkaniowych obserwowana jest na świecie od wielu lat i można ją wiązać m.in. z często preferencyjnymi wymogami kapitałowymi, wysoką rentownością tych produktów przy postrzeganym niewielkim ich ryzyku (zwykle występowało zabezpieczenie hipoteczne). W przypadku gospodarek przechodzących proces konwergencji preferencje banków współgrają ze znacznym popytem gospodarstw domowych na kredyty mieszkaniowe, który to popyt wynika m.in. z oczekiwanego wzrostu zamożności gospodarstw domowych (w wyniku postępującej konwergencji realnej) oraz ich dążenia do wygładzania konsumpcji w czasie. Jednocześnie preferencje przedsiębiorstw do finansowania swojej działalności w znacznej mierze ze środków własnych ograniczają popyt na kredyt dla firm. Dodatkowo, w krajach takich jak Polska występuje problem niedostatecznej ilości i jakości substancji mieszkaniowej, pozostających często poniżej aspiracji konsumpcyjnych bogacącego się społeczeństwa. W takich warunkach łatwo zbudować szerokie poparcie (również polityczne) dla koncepcji i przedsięwzięć mających wspierać rynek kredytów mieszkaniowych.

Jednocześnie jednak gospodarki konwergujące charakteryzuje niedostatek krajowych oszczędności, niezbędnych do finansowania inwestycji rozwojowych (zob. Wykres 2.22). Co więcej, niskie bieżące oszczędności w powiązaniu ze względnie niskimi zakumulowanym majątkiem gospodarstw domowych oznaczają, że rynek kapitałowy nie jest dostatecznie rozwinięty, w efekcie czego to sektor bankowy pozostaje głównym kanałem alokacji zasobów finansowych w gospodarce. Z omówionych wcześniej powodów oznacza to, że krajowe oszczędności są alokowane przez sektor bankowy w znacznym stopniu nie do działalności produkcyjnej i mogącej w przyszłości przyczynić się do wzrostu potencjału gospodarczego, ale do mniej produktywnego i innowacyjnego budownictwa.

Relatywnie słaby jeszcze rozwój rynku kapitałowego powoduje, że sektor bankowy stanowi również istotny kanał dopływu do gospodarki oszczędności importowanych z zagranicy. Z tego względu zatem nadmierna koncentracja działalności kredytowej w obszarach niesprzyjających długookresowemu wzrostowi gospodarki prowadzi do suboptymalnej alokacji zasobów.

Kolejnym skutkiem dużej koncentracji aktywności banków na udzielaniu kredytów mieszkaniowych jest wzrost popytu banków na długoterminowe finansowanie. Pozyskiwanie takiego finansowania na rynku lokalnym jest trudne ze względu na ograniczoną pulę potencjalnych nabywców długoterminowych obligacji banków. Jak już wcześniej wspomniano, niski poziom skumulowanego majątku gospodarstw domowych oznacza, że relatywnie mało środków dostępnych jest do zainwestowania poprzez fundusze inwestycyjne bądź emerytalne, które mogłyby je kupować. Ponadto, w Polsce ze względu na duży udział banków w kapitalizacji giełdowej, dodatkowe nabywanie papierów dłużnych emitowanych przez banki jeszcze bardziej zwiększyłoby ryzyko koncentracji sektorowej inwestycji gospodarstw domowych.

Niekiedy jako rozwiązanie problemu pozyskania finansowania długoterminowego proponuje się motywowanie gospodarstw domowych do zamiany posiadanych lokat bankowych na bardziej ryzykowne, choć potencjalnie bardziej rentowne, instrumenty. Takie propozycje nie w pełni uwzględniają jednak fakt, że przy wspomnianym niskim poziomie zakumulowanego bogactwa gospodarstwa domowe mogą mieć awersję do inwestowania w instrumenty o podwyższonym ryzyku, natomiast utrzymywanie środków w banku traktują jako swego rodzaju ubezpieczenie płynnościowe. Z tego względu nie są na ogół skłonne do zamieniania na większą skalę bezpiecznych i płynnych środków zdeponowanych w bankach na dłużne papiery bankowe, podlegające zarówno ryzyku kredytowemu, jak i zmianom bieżącej wyceny (nawet jeśli inwestycja w nie dokonywana jest pośrednio – np. poprzez fundusze inwestycyjne). Z kolei z uwagi na strukturalne uwarunkowania poziomu stopy oszczędności w sektorze gospodarstw domowych, które omawiano we wcześniejszych rozdziałach, przynajmniej w krótkim okresie nie wydaje się możliwy znaczny wzrost skłonności do oszczędzania w tym sektorze. Jednocześnie ewentualne próby zwiększania

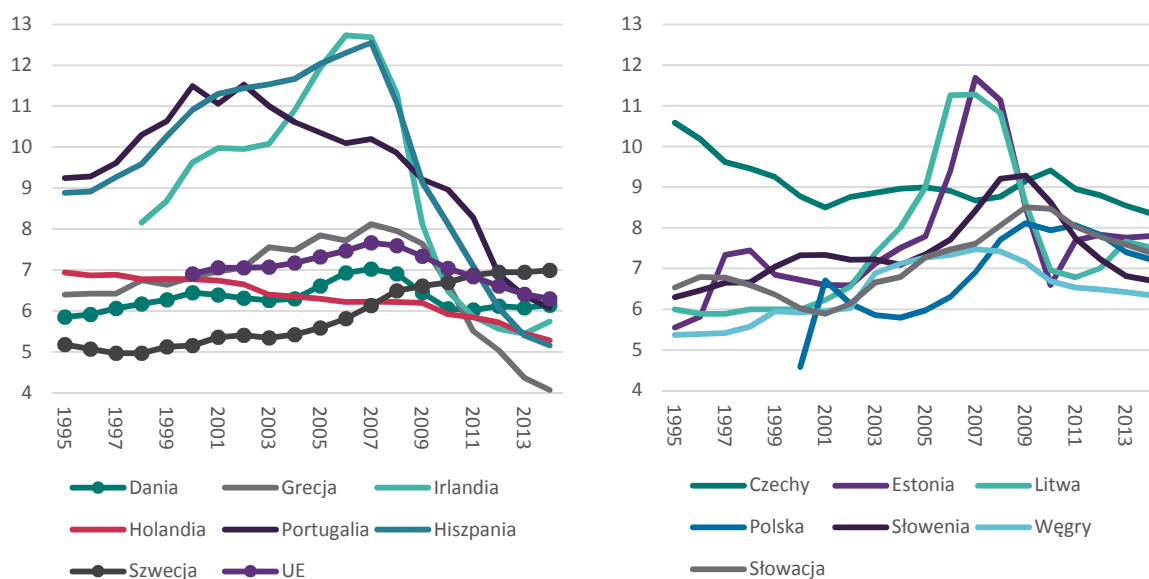
stopy oszczędności metodami administracyjnymi (np. poprzez wzrost oszczędności niedobrowolnych) może prowadzić do sytuacji suboptymalnych z punktu widzenia maksymalizacji użyteczności gospodarstw domowych.

Ważną drogą pozyskania długoterminowego finansowania banków może być sprzedawanie emitowanych przez nie papierów nierezydentom. Jednak w tym scenariuszu efektem rozwiązania problemów z finansowaniem długoterminowym sektora bankowego byłby wzrost zadłużenia wobec nierezydentów, czyli wzrosłyby zobowiązania wobec zagranicy, co ujemnie wpływałoby na międzynarodową pozycję inwestycyjną netto.

3.3.3. Kredyt bankowy a zaburzenia mechanizmu alokacji

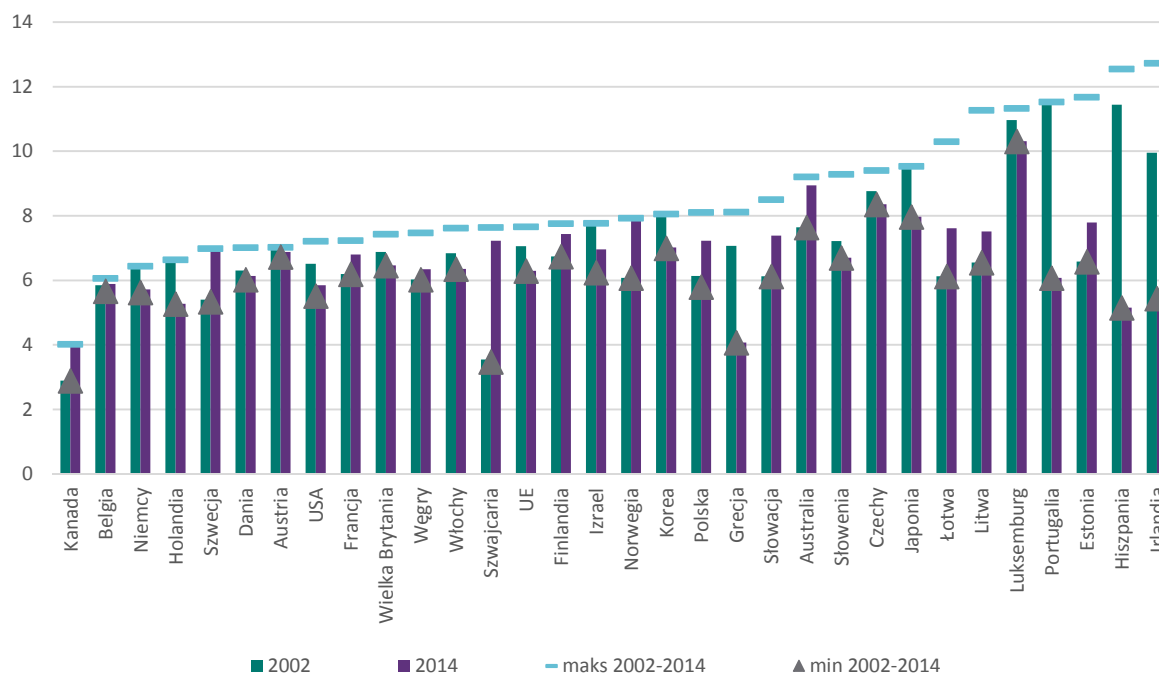
Jak już wcześniej wspomniano, nadmierna ekspansja kredytowa może prowadzić do zaburzeń mechanizmu alokacji zasobów w gospodarce. Potencjalne ryzyko w tym względzie wynika stąd, że preferencje zarówno banków, jak i gospodarstw domowych sprzyjają kredytowaniu przede wszystkim sektora nieruchomości. Najczęstszą krótkoterminową konsekwencją boomu kredytowego jest wzrost cen nieruchomości. Jednak oznacza to również pojawienie się oczekiwań na możliwość uzyskania ponadprzeciętnych zysków w budownictwie. W gospodarkach, gdzie na wzrost cen nieruchomości reaguje również strona podażowa może prowadzić to do znacznego i szybkiego wzrostu udziału budownictwa w PKB i zatrudnieniu. Powiązanie tej tendencji ze zjawiskami spekulacyjnymi, prowadzącymi do nadmiernego wzrostu akcji kredytowej i nieuzasadnionego fundamentalnie wzrostu cen nieruchomości, może przyczyniać się do zaburzeń w alokacji zasobów w gospodarce, prowadząc do nadmiernych inwestycji i zatrudnienia w budownictwie (zob. Wykres 3.29). Oznacza to również, że mniej zasobów dostępnych jest w innych sektorach gospodarki.

Wykres 3.29 Udział zatrudnienia w budownictwie w zatrudnieniu ogółem (w %)



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych OECD.

Wykres 3.30 Zmiany udział zatrudnionych w budownictwie w ogóle zatrudnionych



Źródło: obliczenia NBP na podstawie danych OECD.

Przedstawione dane (Wykres 3.29 oraz Wykres 3.30) wskazują również na odmienną reakcję gospodarek na wzrost cen nieruchomości oraz wzrost środków dostępnych na finansowanie inwestycji budowlanych. W niektórych gospodarkach (np. Irlandia, Hiszpania, Portugalia, Litwa, Łotwa, Estonia) spowodowało to znaczną reakcję strony podażowej. Nadmierne inwestycje i wzrost zatrudnienia w sektorze budowlanym mogło się następnie przyczynić do pogłębienia załamania gospodarczego, które nastąpiło po załamaniu się boomów na rynku nieruchomości. Z kolei w części krajów (np. Dania, Holandia, Szwecja) boom kredytowy powodował przede wszystkim dostosowania cenowe na rynku nieruchomości. Częściowym wyjaśnieniem tych różnic są odmienne uwarunkowania demograficzne oraz jakość i ilość istniejącego zasobu nieruchomości. Na tle tych procesów polska gospodarka wykazywała mniejsze wahania udziału zatrudnienia w budownictwie. Należy jednak pamiętać o problemach, które dotknęły część firm budowlanych zaangażowanych w projekty infrastrukturalne.

Głębokość kryzysów w krajach, w których boomy kredytowe spowodowały również nadmierne zaangażowanie zasobów w sektorze budowlanym skłania do uwzględnienia tego czynnika w ocenie zagrożeń powodowanych nadmierną akcją kredytową. Procesy takie nie tylko mogą prowadzić do zmniejszenia zasobów dostępnych innym, potencjalnie bardziej produktywnym i innowacyjnym branżom. Mogą również pogarszać sytuację w zakresie zdolności obsługi zobowiązań wobec nierezydentów.

4. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto

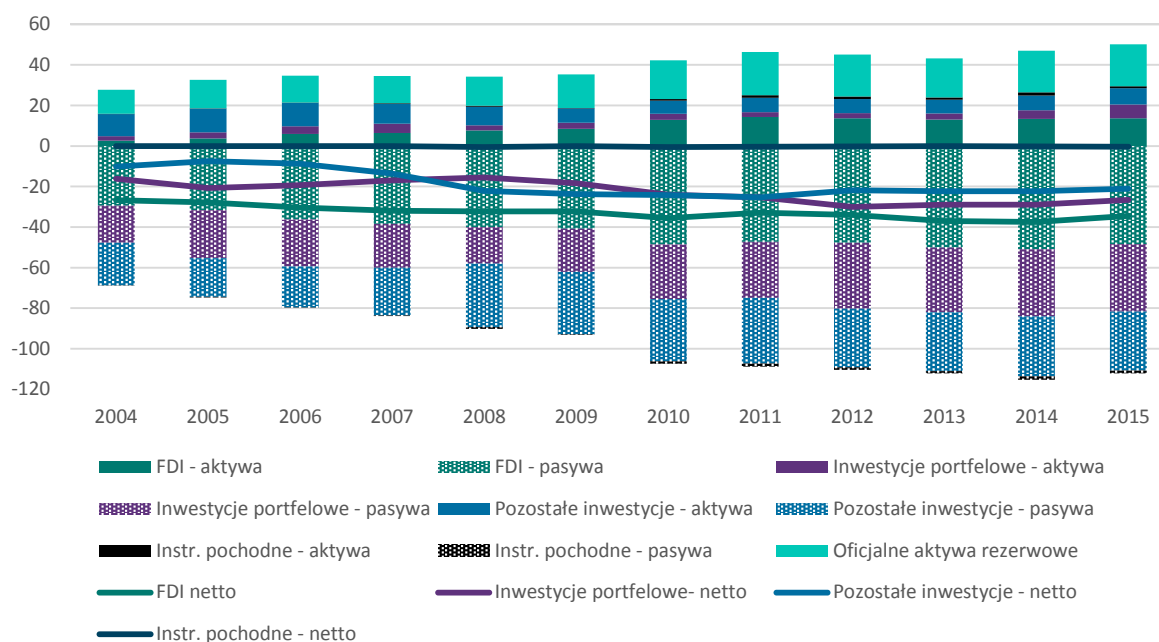
Na przestrzeni ostatnich lat rozwój polskiej gospodarki wspomagany był napływem kapitału zagranicznego. Skumulowany efekt tego procesu odzwierciedlony jest w ujemnej międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto (MPIN). Jak wyjaśniono w podrozdziale 2.2, jest to naturalny efekt zachodzącego procesu konwergencji. Można oczekiwać, że w miarę domykania się luki pomiędzy poziomem rozwoju polskiej gospodarki a gospodarkami bardziej zaawansowanymi międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto będzie ulegała stopniowemu zrównoważeniu.

Międzynarodowa pozycja inwestycyjna jest przedmiotem zainteresowania instytucji dokonujących ocen gospodarek (np. Komisji Europejskiej, MFW, agencji ratingowych) ze względu na to, że jej wielkość i struktura istotnie wpływają na zdolność gospodarki do obsługi zobowiązań wobec nierezydentów oraz ewentualnego zaciągania nowych zobowiązań, a także oddziałują na bilans płatniczy, przede wszystkim poprzez dochody pierwotne w ramach rachunku bieżącego.

Trend pogłębiania ujemnych wartości MPIN (w relacji do PKB) został zahamowany w Polsce w 2013 r. Od tego czasu obserwowany jest wzrost MPIN (zob. Wykres 2.24). W strukturze MPIN utrzymuje się dominująca pozycja zagranicznych inwestycji bezpośrednich (netto), które nieco przekraczają wielkość inwestycji portfelowych (netto) – zob. Wykres 4.1. Ze względu na stabilność kapitału napływającego w ramach inwestycji bezpośrednich, dominującą rolę inwestycji bezpośrednich w finansowaniu MPIN należy uznać za zjawisko korzystne. Znaczny udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych jest jednym z powodów tego, że w strukturze MPIN dominuje sektor niefinansowy (zob. Wykres 4.2). Warto jednak zauważyć, że pozycja netto sektora monetarnych instytucji finansowych (bez NBP) przekracza 15% PKB. Oznacza to, że sektor bankowy jest istotnym kanałem, poprzez który do gospodarki (przede wszystkim do gospodarstw domowych) napływają oszczędności nierezydentów (szerzej zob. podrozdział 3.3).

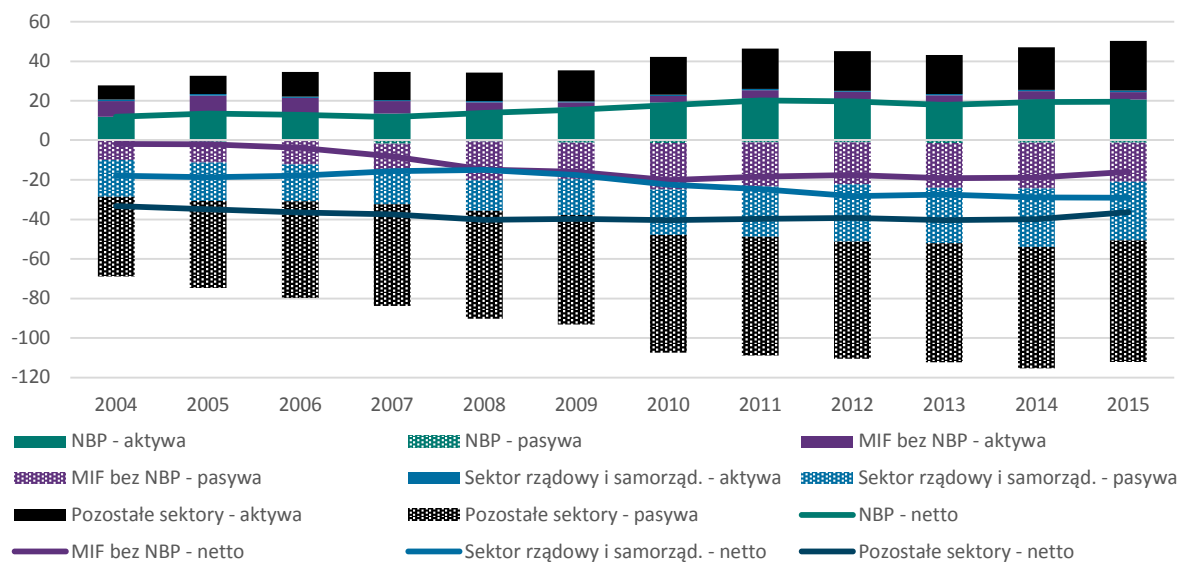
Odporność gospodarki na ewentualne wystąpienie szoków (szczególnie zewnętrznych), które mogłyby doprowadzić do destabilizującego odpływu kapitału, zależy m.in. od rodzaju instrumentów finansowych, które nierezydenci wykorzystują do lokowania środków w naszym kraju. Ponownie, ze względu na istotną rolę bezpośrednich inwestycji zagranicznych udział finansowania poprzez papiery udziałowe jest znaczny (zob. Wykres 4.3). Należy jednak pamiętać, że znaczna część finansowania dłużnego została udzielona firmom przez ich zagranicznych właścicieli, przez co instrumenty te stanowią część bezpośrednich inwestycji zagranicznych i mogą być uznane za bardzo stabilne źródło finansowania.

Wykres 4.1 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto wg rodzajów (% PKB)



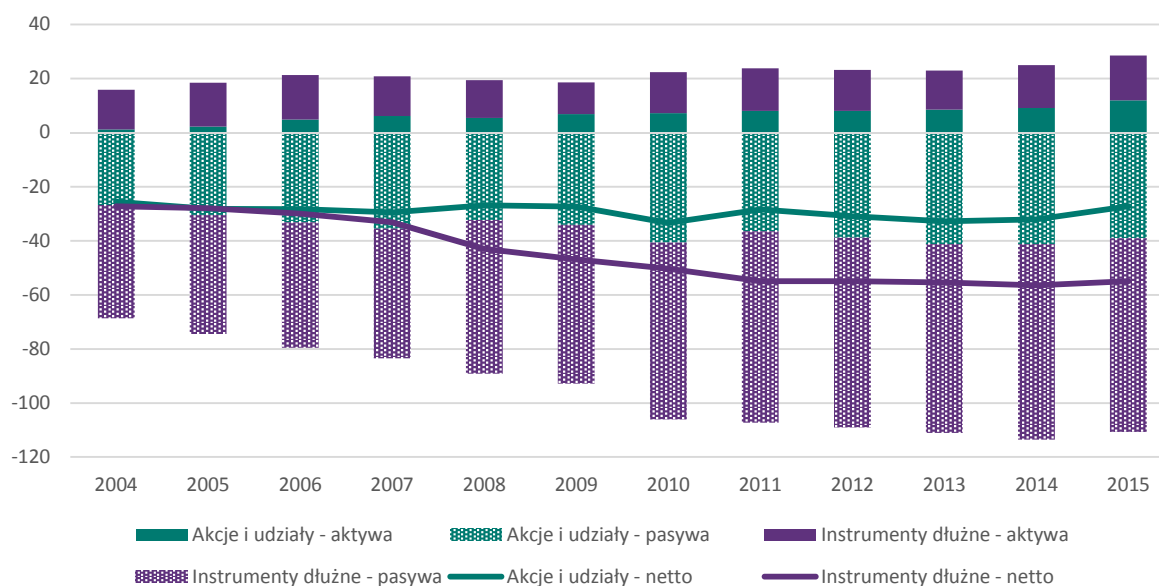
Źródło: NBP.

Wykres 4.2 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto wg sektorów (w % PKB)



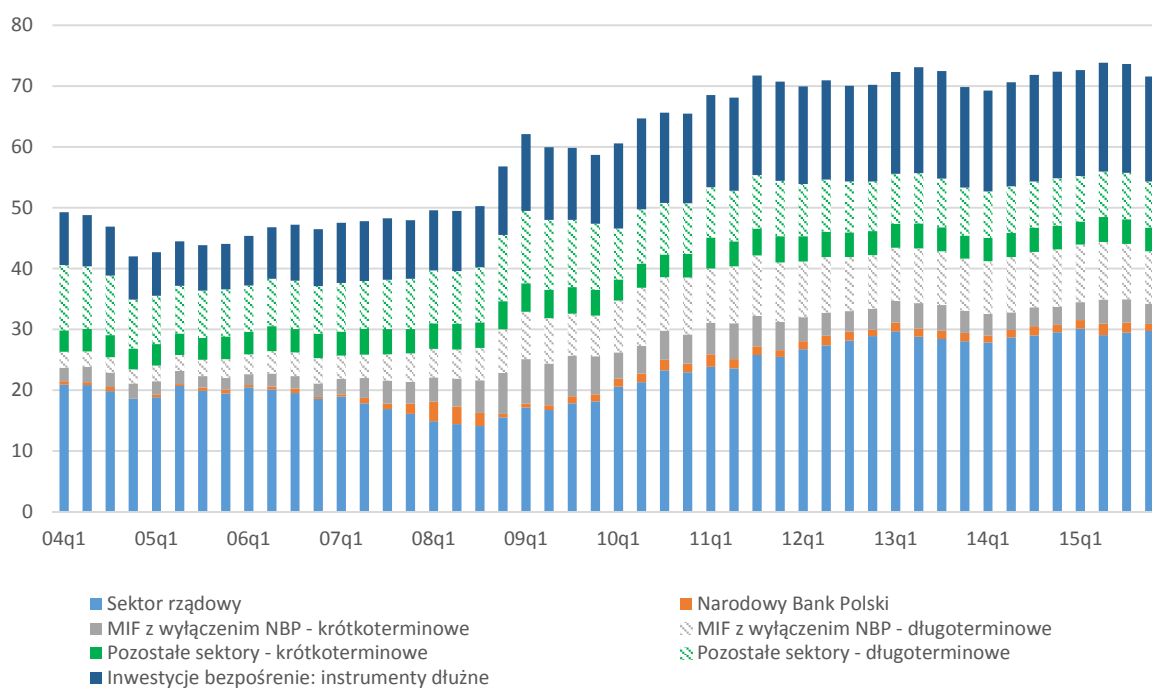
Źródło: NBP.

Wykres 4.3 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej wg instrumentów (w % PKB)



Źródło: NBP.

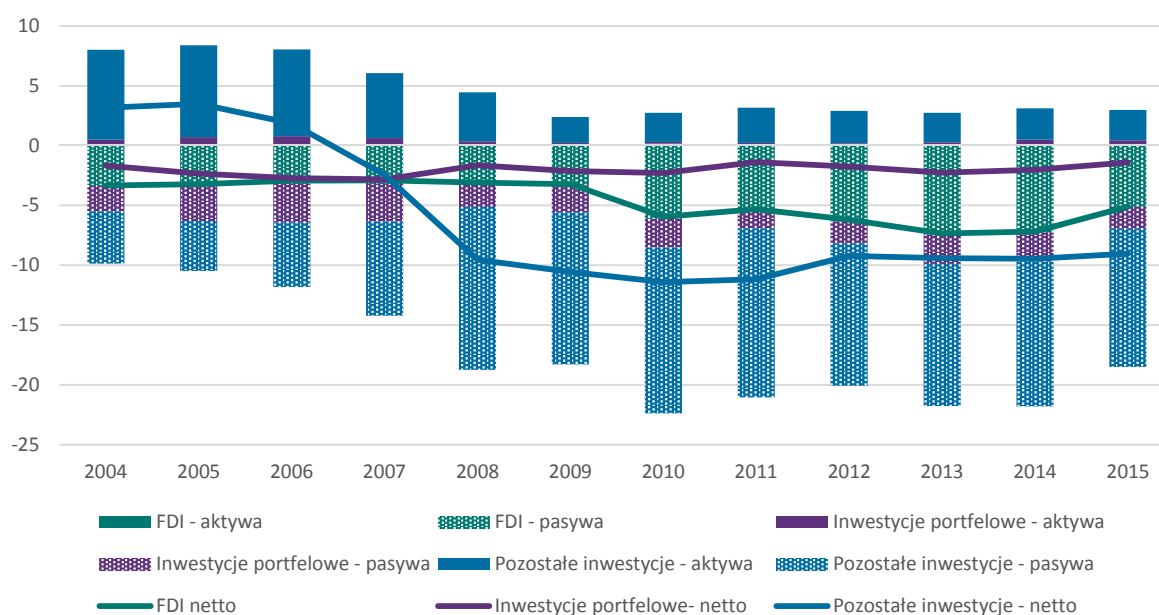
Wykres 4.4 Struktura sektorowa zadłużenia zagranicznego brutto (w % PKB)



Źródło: NBP.

Analiza struktury sektorowej MPIN wskazuje na istotną rolę zadłużenia w finansowaniu sektora bankowego przez nierezydentów (zob. Wykres 4.5). W tym przypadku kategoria „pozostałych inwestycji” zdominowana jest przez otrzymane kredyty i pożyczki oraz gotówkę, rachunki bieżące i depozyty złożone przez nierezydentów.

Wykres 4.5 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w sektorze bankowym (w % PKB)



Źródło: NBP.

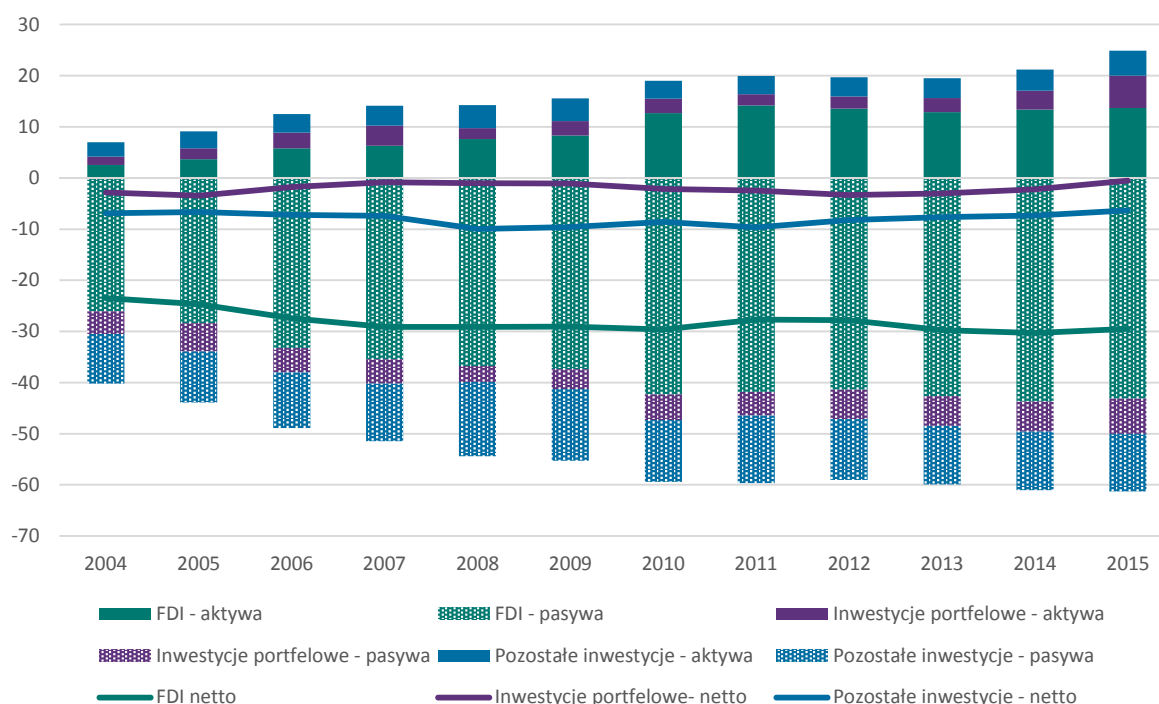
Ocena ekonomicznych skutków tej kategorii międzynarodowej pozycji inwestycyjnej musi brać pod uwagę strukturę portfela kredytowego banków (zob. podrozdział 3.3). Kapitał zagraniczny napływający do polskiej gospodarki poprzez sektor bankowy przyczyniał się w znacznym stopniu do finansowania konsumpcji gospodarstw domowych, w tym poprzez kredyty mieszkaniowe. Niezależnie od pozytywnie odbieranych przez gospodarstw domowe zwiększonej konsumpcji i lepszych warunków mieszkaniowych, oznacza to również, że znaczna część z tej puli napływającego kapitału zagranicznego nie była lokowana w przedsięwzięcia produktywnie, pozwalające w przyszłości wygenerować środki niezbędne do spłaty zobowiązań wobec nierezydentów. Oznacza to jednocześnie, że narzędzia polityki makroostrożnościowej, poprzez oddziaływanie na krajowy sektor bankowy, mogą być wykorzystywane do prób ograniczania nadmiernego napływu kapitału zagranicznego.

Forma napływu kapitału (instrumenty udziałowe bądź dłużne) ma wpływ na stabilność finansowania oraz podział korzyści ekonomicznych z inwestycji pomiędzy rezydentów i nierezydentów.

W przypadku inwestycji bezpośrednich, instrumenty udziałowe stanowią bardzo stabilne źródło finansowania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej, m.in. ze względu na brak określonego terminu zapadalności tych papierów. Dodatkowo, płatności dywidend uzależnione są od faktycznie uzyskiwanych wyników finansowych, zatem nie generują one dla firm obciążenia przepływami finansowymi w przypadku znacznego pogorszenia koniunktury. Z drugiej strony, taka forma finansowania oznacza, że właściciel (w tym przypadku nierezydent) ma prawo do całości wygenerowanej w przedsiębiorstwie nadwyżki finansowej.

Z kolei w przypadku finansowania dłużnego udzielonego przez nierezydentów transfer korzyści ekonomicznych do nich ograniczony jest do ustalonych płatności odsetkowych. Jednak zwykle spłaty zobowiązań dłużnych nie są warunkowane sytuacją ekonomiczną przedsiębiorstwa, co może zwiększać obciążenie w czasie słabszej koniunktury. Dodatkowo, firma musi liczyć się z ryzykiem braku możliwości pozyskania nowego finansowania bądź zmiany jego warunków w terminie zapadalności istniejącego długu.

Wykres 4.6 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w prywatnym sektorze niebankowym (w % PKB)



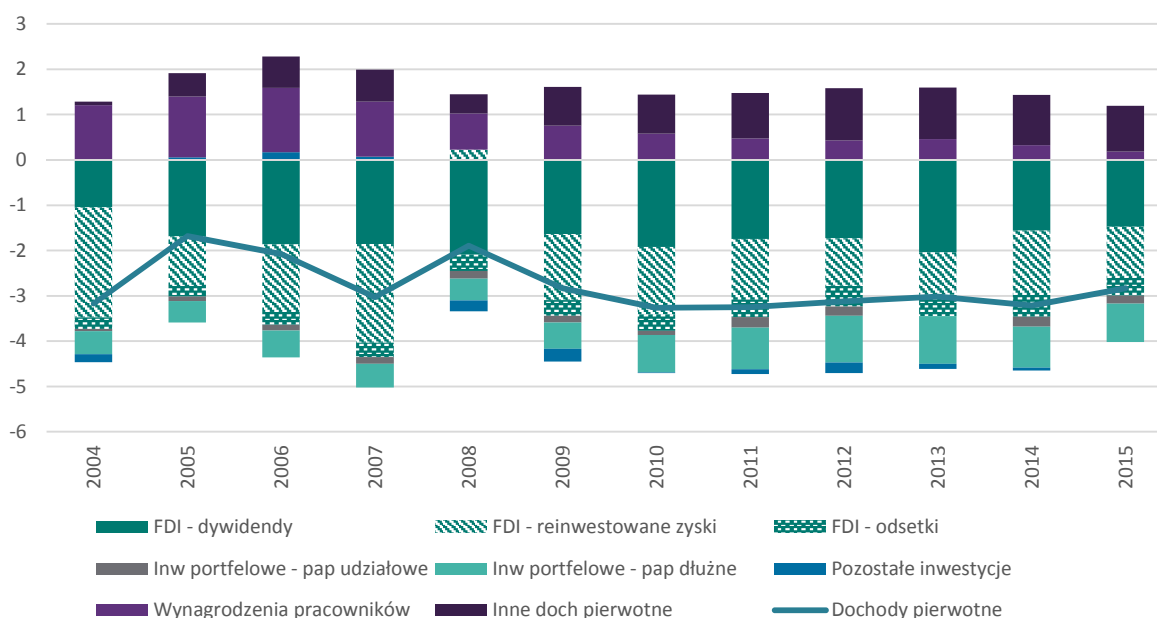
Źródło: NBP.

W strukturze międzynarodowej pozycji inwestycyjnej dla prywatnego sektora niefinansowego dominują bezpośrednie inwestycje zagraniczne (zob. Wykres 4.1), przy czym udział instrumentów

dłużnych w inwestycjach bezpośrednich w tym sektorze sięga 40%. Oznacza to, że zagraniczny właściciel przedsiębiorstwa w wielu przypadkach jest skłonny udzielić swojej spółce zależnej w formie finansowania również w formie długu. W tym przypadku instrumenty dłużne mogą być traktowane jako stabilniejsze źródło finansowania niż w przypadku np. inwestycji portfelowych.

Wielkość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto oddziałuje na kształtowanie się rachunku bieżącego bilansu płatniczego poprzez wpływ na strukturę dochodów pierwotnych. Środki netto należne nierezydentom, wynikające z zaangażowania w inwestycje bezpośrednie przekraczają 3% PKB (zob. Wykres 4.7). Warto jednak wskazać, że systematycznie z tej puli środki przekraczające 1% PKB są reinwestowane przez inwestorów zagranicznych.

Wykres 4.7 Struktura dochodów pierwotnych w rachunku bieżącym (wielkości netto, w % PKB)



Źródło: NBP.

Wskazywane w literaturze zagrożenia związane z nadmierną ujemną międzynarodową pozycję inwestycyjną netto powiązane są z ryzykiem znacznego odpływu kapitału w krótkim czasie. Może to doprowadzić do napięć w bilansie płatniczym i na rynku walutowym oraz zjawisk kryzysowych związanych z nagłym ograniczeniem istotnego źródła finansowania popytu krajowego. W tym kontekście istotne znaczenie ma struktura finansowania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto – szczególnie pod względem udziału instrumentów, które mogą być nabywane przez inwestorów o krótkim terminie utrzymywania pozycji i podatnych na zmiany nastrojów rynkowych.

W przypadku polskiej gospodarki strukturę finansowania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej należy uznać za bezpieczną. Ocena taka wynika m.in. z dużej roli bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Ponadto, na rynku obligacji skarbowych w grupie inwestorów zagranicznych dominują podmioty o długim horyzoncie inwestycyjnym. Dodatkowym korzystnym czynnikiem jest niski poziom ryzyka związanego ze strukturą terminową finansowania. Podsumowując, obecna wielkość międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto jest spójna z zachodzącym procesem konwergencji. Natomiast wymaga monitorowania ewentualny nadmierny napływ kapitału, który mógłby zacząć finansować mniej produktywne inwestycje i nadmierną aktywność w budownictwie.

5. Podsumowanie

Przedstawione w niniejszym raporcie wyniki analiz potwierdzają, że od kilku lat polska gospodarka znajduje się na ścieżce zrównoważonego wzrostu. Korzystna ocena stanu równowagi gospodarki odnosi się zarówno do jej wymiaru wewnętrznego jak i zewnętrznego. Wskazane jest jednak monitorowanie pewnych procesów, by ocenić, czy nie rodzą one zagrożeń dla stabilności gospodarki w przyszłości.

Kontynuacja konwergencji realnej polskiej gospodarki wciąż wymaga podejmowania inwestycji zwiększających jej potencjał wzrostu. Jednak osiągnięty dotąd poziom dochodu per capita, w powiązaniu z aspiracjami konsumpcyjnymi gospodarstw domowych oznacza, że zasoby oszczędności, które może zmobilizować krajowa gospodarka są wciąż niedostateczne. Dodatkowym czynnikiem mogącym mieć wpływ na stabilność wzrostu gospodarczego w przyszłości jest fakt, że nadal większość oszczędności w gospodarce narodowej generowana jest w sektorze przedsiębiorstw, przy utrzymującej się niskiej stopie oszczędzania w sektorze gospodarstw domowych. Między innymi te czynniki leżą u podstaw obserwowanego w ostatnich latach znacznego wzrostu udziału w portfelach kredytowych banków kredytów dla gospodarstw domowych, a szczególnie kredytów mieszkaniowych.

Takie zmiany struktury portfela kredytowego banku mogą rodzić obawy o utrzymanie się tendencji do nadmiernej alokacji zasobów w budownictwie, czyli w branży o niższej produktywności, wytwarzającej dobra niepodlegające wymianie międzynarodowej. Wystąpienie takich tendencji w przyszłości mogłoby utrudnić generowanie w gospodarce zasobów niezbędnych do spłaty zobowiązań wobec zagranicy. Choć zagadnienie to wymaga monitorowania, to obecnie zagrożenia związane ze strukturą napływu kapitału i finansowania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w perspektywie najbliższej przyszłości można uznać za niewielkie. Wniosek ten potwierdza to, że ocena struktury finansowania międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto nie budzi obecnie obaw, m.in. ze względu na duży udział bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

Spis ramek

Ramka 2.1. Nadwyżkowe oszczędności przedsiębiorstw niefinansowych ¹	15
Ramka 2.2. Procedura nierównowag makroekonomicznych	26

Spis tabel

Tabela 1 Podstawowe wskaźniki MIP – nierównowaga zewnętrzna i konkurencyjność.....	26
Tabela 2 Wybrane podstawowe wskaźniki MIP – nierównowaga wewnętrzna	27

Spis wykresów

Wykres 2.1 Luka popytowa na tle dynamiki PKB i potencjalnego PKB	7
Wykres 2.2 Porównanie średniego tempa wzrostu potencjalnego PKB w krajach OECD w latach 2000-2007 oraz 2008-2015	7
Wykres 2.3 Tempo i struktura wzrostu PKB (w %).....	8
Wykres 2.4 Oszczędności brutto wg sektorów instytucjonalnych w relacji do PKB	8
Wykres 2.5 Dekompozycja tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce na tempo wzrostu wydajności pracy i dynamikę wynagrodzeń (w %).....	8
Wykres 2.6 Stopa bezrobocia wg BAEL, dane odsezonowane (w %).....	8
Wykres 2.7 Dynamika cen konsumpcyjnych i wkład głównych kategorii towarów i usług (w % r/r)	9
Wykres 2.8 Zmiany deflatora PKB (w % r/r)	9
Wykres 2.9 Tempo i struktura wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego	11
Wykres 2.10 Relacja zobowiązań podmiotów sektora niefinansowego (na podstawie rachunków finansowych) do PKB (w %)	11
Wykres 2.11 Tempo i struktura wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (w %)	12
Wykres 2.12 Tempo i struktura wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw	12
Wykres 2.13 Zmiana struktury portfela kredytowego w polskim sektorze bankowym w latach 2003-2016	13
Wykres 2.14 Relacja wybranych kategorii kredytów do PKB	13
Wykres 2.15 Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (w % PKB)	14
Wykres 2.16 Struktura zadłużenia Skarbu Państwa wg podmiotów	14
Wykres 2.17. Nadwyżkowe oszczędności w krajach G6 (% PKB i pkt. proc.)	15
Wykres 2.18. Stopa oszczędności i inwestycji oraz nadwyżkowe oszczędności w krajach UE, USA i Japonii (% PKB i pkt. proc.)	15
Wykres 2.19. Zadłużenie przedsiębiorstw niefinansowych w wybranych krajach (% PKB)	16
Wykres 2.20. Inwestycje i oszczędności firm w krajach UE, USA i Japonii po światowym kryzysie finansowym	16
Wykres 2.21 Zależność PKB per capita oraz stopy oszczędności	18
Wykres 2.22 Zależność PKB per capita oraz różnicy między stopą oszczędności a stopą inwestycji	18
Wykres 2.23 Struktura rachunku bieżącego w relacji do PKB	21
Wykres 2.24 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto w relacji do PKB	21
Wykres 2.25 Międzynarodowa pozycja inwestycyjna netto w relacji do PKB a poziom PKB per capita	22
Wykres 2.26 Nominalny i realny efektywny kurs złotego (indeks)	22
Wykres 2.27 Realizacje wartości wybranych wskaźników określonych w ramach Procedury nierównowag makroekonomicznych (MIP)	24

Wykres 2.28 Pozycja Polski w rankingu krajów UE dla wybranych wskaźników MIP	25
Wykres 3.1 Depozyty i inne zobowiązania monetarnych instytucji finansowych wobec przedsiębiorstw	29
Wykres 3.2 Depozyty i inne zobowiązania monetarnych instytucji finansowych wobec przedsiębiorstw w układzie walutowym	29
Wykres 3.3 Depozyty i inne zobowiązania monetarnych instytucji finansowych wobec przedsiębiorstw w układzie terminowym.....	30
Wykres 3.4 Dynamika składowych wskaźników płynności.....	31
Wykres 3.5 Wskaźniki płynności: I, II i III stopnia (lewy panel) oraz odsetek przedsiębiorstw ze wskaźnikami płynności przekraczającymi referencyjne poziomy	31
Wykres 3.6 Wskaźniki płynności: I, II i III stopnia w grupie kredytobiorców oraz firm bez kredytu (lewy panel) oraz odsetek przedsiębiorstw nie korzystających z kredytu, jak też odsetek kredytobiorców zgłaszających problemy ze spłatą kredytu (prawy panel, dane an.....	32
Wykres 3.7 Wskaźniki rentowności obrotu netto: zagregowany (lewy panel) oraz mediany rozkładu wskaźnika dla każdego okresu wraz ze średnią ruchomą (prawy panel)	33
Wykres 3.8 Wskaźniki rentowności obrotu netto w grupie eksporterów, w tym wyspecjalizowanych (z ponad 50% udziałem eksportu w przychodach) i niewyspecjalizowanych oraz w grupie nieeksporterów (lewy panel) oraz kurs opłacalności eksport (prawy panel; dane SM NBP)	33
Wykres 3.9 Dynamika wzrostu liczebności firm (lewy panel) oraz wartość sprzedaży zagranicznej (prawy panel).....	35
Wykres 3.10 Relacja oszczędności sektora przedsiębiorstw do PKB	36
Wykres 3.11 Źródła finansowania inwestycji (lewy panel) oraz odsetek firm wskazujących wysoki koszt kredytowania jako barierę rozwoju (prawy panel).....	37
Wykres 3.12 Plany rozwojowe przedsiębiorstw na najbliższe 2-3 lata (lewy panel) oraz zależność między inwestycjami a planami rozwojowymi (prawy panel)	38
Wykres 3.13 Przyczyny braku inwestycji w 2016 r. (lewy panel) oraz cel planowanych w danych roku inwestycji (prawy panel).....	38
Wykres 3.14 Dynamika nakładów na środki trwałe w podziale na firmy z kapitałem zagranicznym i krajowym (lewy panel) oraz relacja nakładów na środki trwałe do aktywów ogółem (prawy panel).....	39
Wykres 3.15 Zależność między poziomem kosztów pracy a wydatkami na inwestycje. Dane za 2014 r. dla sekcji Przetwórstwo przemysłowe	40
Wykres 3.16 Stopa oszczędzania dobrowolnego sektora gospodarstw domowych w Pol	43
Wykres 3.17 Wzorce oszczędności gospodarstw domowych.....	45
Wykres 3.18 Wzorce oszczędności gospodarstw domowych.....	46
Wykres 3.19 Zaciąganie kredytów przez gospodarstwa domowe.....	47
Wykres 3.20 Stopa oszczędzania sektora gospodarstw domowych w Polsce.....	48
Wykres 3.21 Składowe aktywów finansowych GD (jako % rocznych dochodów do dyspozycji) .	49
Wykres 3.22 Źródła zmian aktywów netto gospodarstw domowych.....	50

Wykres 3.23 Kredyty sektora gospodarstw domowych w sektorze bankowym na tle depozytów	51
Wykres 3.24 Porównanie wielkości zobowiązań podmiotów sektora niefinansowego (2014 r.) ...	53
Wykres 3.25 Zmiany w czasie zobowiązań w sektorze niefinansowym dla wybranych krajów ...	54
Wykres 3.26 Udział zobowiązań gospodarstw domowych w zobowiązaniach podmiotów sektora niefinansowego (w %)	54
Wykres 3.27 Struktura portfeli kredytowych sektorów bankowych krajów UE (w %)	55
Wykres 3.28 Zmiany struktury portfeli kredytowych w sektorach bankowych wybranych krajów UE	56
Wykres 3.29 Udział zatrudnienia w budownictwie w zatrudnieniu ogółem (w %)	59
Wykres 3.30 Zmiany udział zatrudnionych w budownictwie w ogóle zatrudnionych.....	59
Wykres 4.1 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto wg rodzajów (% PKB)	62
Wykres 4.2 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej netto wg sektorów (w % PKB)....	62
Wykres 4.3 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej wg instrumentów (w % PKB)	63
Wykres 4.4 Struktura sektorowa zadłużenia zagranicznego brutto (w % PKB)	63
Wykres 4.5 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w sektorze bankowym (w % PKB)	64
Wykres 4.6 Struktura międzynarodowej pozycji inwestycyjnej w prywatnym sektorze niebankowym (w % PKB)	65
Wykres 4.7 Struktura dochodów pierwotnych w rachunku bieżącym (wielkości netto, w % PKB)	66

www.nbp.pl

