

NBP

Narodowy Bank Polski

Nr 01/17 (styczeń 2017 r.)

Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w III kw. 2016 r.



Nr 01/17 (styczeń 2017)

Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych w III kw. 2016 r.

Aleksandra Kolasa
Filip Premik
Joanna Tyrowicz

Spis treści

Streszczenie	3
Tworzenie dochodów	4
Spożycie prywatne	8
Struktura spożycia	9
Finansowanie konsumpcji	10
Perspektywy dla spożycia	11
Oszczędności i inwestycje	12
Ramka 1. Źródła finansowania inwestycji w Polsce	14
Ramka 2. Motyw przezornościowy oszczędności	15
Aktywa i zobowiązania finansowe	16
Aktywa	16
Zobowiązania	20
Pozycja finansowa	22
Aneks	23
Uwagi metodyczne	23
Zestawienie danych statystycznych	25

Streszczenie

- W III kw. 2016 r. realne dochody sektora gospodarstw domowych (GD) zwiększyły się o 5,9% r/r, z czego za ok. 3,2 pp. wzrostu odpowiadają wypłaty ze świadczeń „Rodzina 500 Plus”. Obniżyła się dynamika dochodów z pracy najemnej oraz nadwyżki operacyjnej brutto. Tempo wzrostu dochodów do dyspozycji obniżają wciąż szybko rosnące składki na ubezpieczenia społeczne.
- Przyspieszyła dynamika spożycia prywatnego GD, które w III kw. 2016 r. wyniosło 3,9% r/r. Jest to także pierwszy kwartał wyższej dynamiki sprzedaży detalicznej. Za przyspieszeniem dynamiki konsumpcji przemawiają korzystne tendencje w koniunkturze konsumenckiej oraz transfery społeczne. Czynnikiem ryzyka jest jednak malejąca dynamika wzrostów dochodów z pracy najemnej oraz działalności gospodarczej.
- Stopa oszczędzania w III kw. 2016 r. obniżyła się do 2,0% (sa), zarówno za sprawą niższych oszczędności dobrowolnych, jak i w kapitałowym systemie emerytalnym. Spadek nakładów brutto na środki trwałe, związany z wahaniami o charakterze cyklicznym, skutkowało obniżeniem się stopy inwestowania GD do 7,4% sa.
- W końcu III kw. 2016 r. stan aktywów finansowych gospodarstw domowych wyniósł 1 825,3 mld zł, tj. wzrósł o 2,0% w ujęciu kwartalnym oraz o 5,5% w ujęciu rocznym. Wzrost ten wynikał przede wszystkim z dodatnich zmian wyceny, przy mniejszym udziale zmian transakcyjnych. Najwięcej środków lokowano w formie aktywów o względnie niskim poziomie ryzyka i dużej płynności (gotówka i depozyty krótkoterminowe), na co wskazywała już wcześniej sprawozdawczość z danych monetarnych. W dłuższej perspektywie w strukturze aktywów rośnie znaczenie aktywów nieryzykownych i płynnych kosztem aktywów ryzykownych.
- W III kw. 2016 r. gospodarstwa domowe zwiększyły stan zobowiązań do 685,7 mld zł, przekraczając o 4,3% poziom zadłużenia sprzed roku. Wartość przeprowadzonych transakcji w ramach zobowiązań była najwyższa od III kw. 2014 r. Historycznie we wzroście zadłużenia gospodarstw domowych dominowały kredyty na nieruchomości. Jednakże od 2010 roku transakcje w formie kredytów konsumpcyjnych znajdują się w trendzie wzrostowym, natomiast ustabilizowały się transakcje w formie kredytów mieszkaniowych. W rezultacie od połowy 2015 roku w strukturze transakcji największy udział mają kredyty konsumpcyjne. Dane ze statystyki monetarnej za IV kw. 2016 r. wskazują jednak na obniżenie się wartości transakcji na cele konsumpcyjne. Jednocześnie obserwuje się systematyczny wzrost zainteresowania gospodarstw domowych kredytami o dłuższym terminie zapadalności.

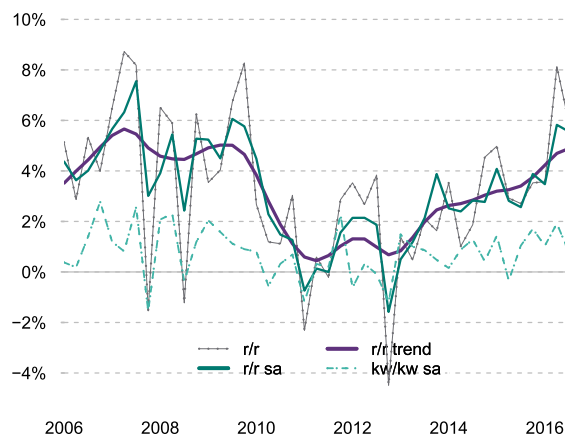
Sytuacja finansowa gospodarstw domowych oceniana na podstawie danych z kwartalnych rachunków niefinansowych wg sektorów instytucjonalnych (GUS) oraz danych z kwartalnych rachunków finansowych wg sektorów instytucjonalnych (NBP) wspartych o dane ze statystyki monetarnej NBP. Sektor gospodarstw domowych - pod względem podmiotowym - ujmowany jest zgodnie z zakresem prezentowanym w kwartalnych rachunkach narodowych (por. Aneks 1 – Uwagi metodyczne, pkt. 2).

Tworzenie dochodów

W III kw. 2016 r. wzrost dochodów do dyspozycji sektora gospodarstw domowych powrócił do wcześniej obserwowanych wartości, pomimo znacznego wkładu wypłat z programu Rodzina 500+, które nadal zwiększają dynamikę dochodów o ok. 3,2 pp. Tempo wzrostu dochodów do dyspozycji bez uwzględnienia nowych świadczeń rodzinnych obniżyło się w porównaniu do poprzedniego kwartału głównie za sprawą niższej dynamiki dochodów z nadwyżki operacyjnej oraz dochodów z pracy najemnej.

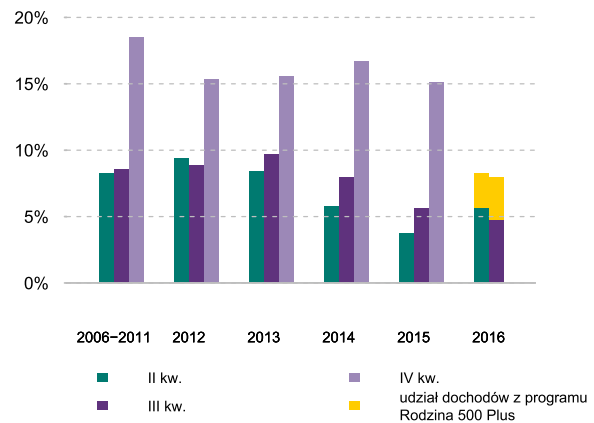
W III kw. 2016 r. wzrost realnych dochodów do dyspozycji obniżył się w porównaniu do poprzedniego kwartału, ale pozostaje wysoki na tle ostatnich pięciu lat. W ujęciu realnym dochody zwiększyły się o 5,9% r/r, wobec dynamiki na poziomie 8,1% r/r w poprzednim kwartale (Wykres 1). Istotny wkład w dynamikę dochodów do dyspozycji brutto miał wzrost świadczeń, w tym związanych z programem Rodzina 500 plus, a bez ich uwzględnienia dynamika dochodów ukształtowała się na poziomie niższym niż w ubiegłych latach (Wykres 2). Wypłaty w ramach tego programu w III kw. 2016 r. wyniosły ok. 6,4 mld zł i odpowiadają za ok. 3,1 pp. łącznego przyrostu dochodów do dyspozycji (Wykres 3).

Wykres 1: Realne dochody do dyspozycji brutto



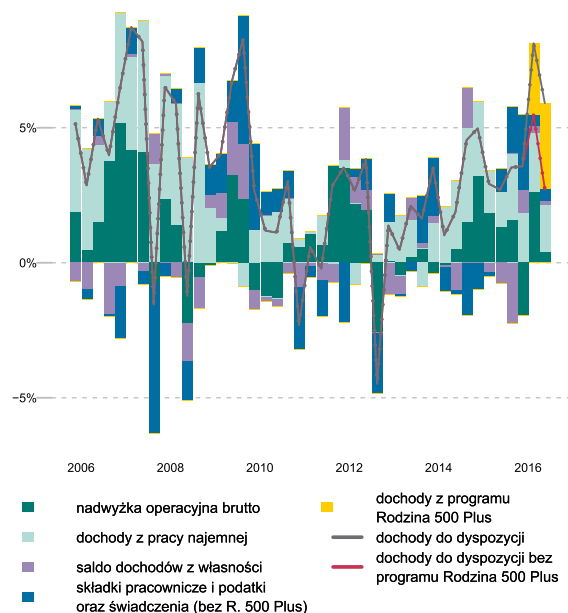
Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP

Wykres 2: Skumulowane względem I kw. dynamiki realnych dochodów do dyspozycji brutto



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP

Wykres 3: Składowe rocznej dynamiki dochodów do dyspozycji



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP

Wszystkie składowe dochodów do dyspozycji miały dodatni wkład do dynamiki (Wykres 3, Tabela 1). W przeciwieństwie do pozostałych kwar-

tałów dominującą pozycję w tworzeniu dochodów miały transfery społeczne, z uwagi na niższą dynamikę dochodów z pracy najemnej oraz niewielką, na tle ostatnich lat, dynamikę nadwyżki operacyjnej brutto.

Tabela 1: Dynamiki roczne podstawowych składników dochodów do dyspozycji GD w ujęciu realnym

	%	2015	2016	2016
	DDB	I-IV	II	III
Nadwyżka operacyjna brutto (+)	39,2	5,1	6,8	1,1
Dochody z pracy najemnej (+)	52,1	3,8	4,1	3,3
Dochody z własności (+)	5,0	-17,2	5,8	3,7
Dochody pierwotne brutto	106,0	3,3	5,2	2,5
Świadczenia społeczne ogółem (+)	23,4	5,3	12,6	12,4
Podatki od dochodów i majątku (-)	7,8	3,2	-10,6	-3,5
Pracow. skł. na ubezpiecz. społeczne (-)	13,7	6,1	8,1	0,7
Dochody do dyspozycji brutto	100,0	3,5	8,1	5,9
Spożycie prywatne		3,2	3,3	3,9
Deflator spożycia indywidualnego		-1,3	-0,8	-0,8
Stopa oszczędzania (sa)		1,5	4,1	3,2
Stopa inwestowania (sa)		10,6	7,5	7,4

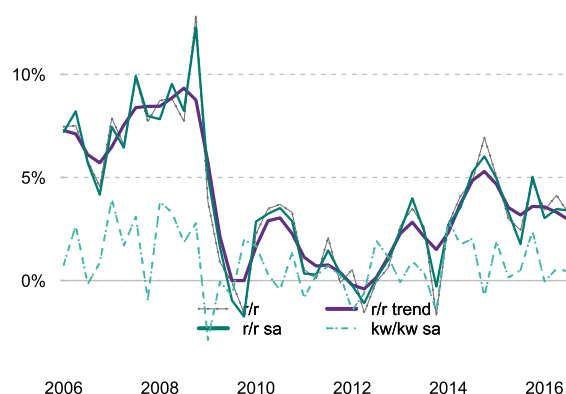
*udział wybranych kategorii w dochodach do dyspozycji brutto. Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP. Do urealnienia użyto deflatora spożycia w sektorze gospodarstw domowych.

Spowolnił wzrost **dochodów z pracy najemnej**. W III kw. 2016 r. wzrosły one o 3,3% r/r w ujęciu realnym, o 0,8 pp. wolniej niż w poprzednim kwartale. Ta kategoria dochodów stanowi ponad 40% dochodów do dyspozycji GD wraz z obciążeniami (tj. pracowniczą składką na ubezpieczenia i podatkami), jednocześnie 50% gospodarstw domowych utrzymuje się przede wszystkim z pracy najemnej.¹ Umiarkowany wzrost dochodów z pracy najemnej odnotowano pomimo wciąż wysokiej w III kw. ub. r. dynamiki funduszu płac (6,8 % r/r), za którą stała wysoka dynamika zatrudnienia, pomimo spowolnienia dynamiki płac. Dane cząstkowe za IV kw. 2016 r. wskazują na stopniowe spowolnienie dynamiki wynagrodzeń, szczególnie w ujęciu realnym, co jest przesłanką dla niższych wzrostów tego komponentu dochodów sektora gospodarstw domowych

¹Badanie Budżetów Gospodarstw Domowych, 2015 r.

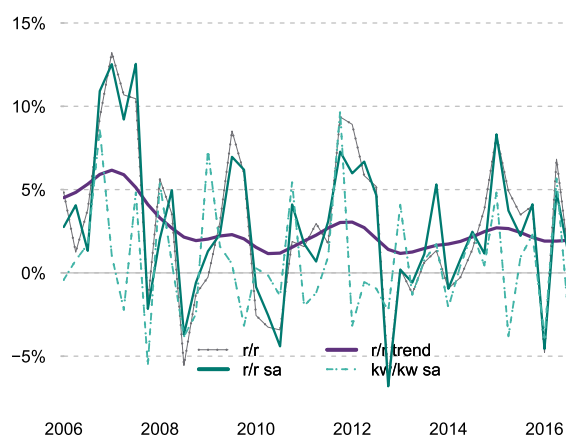
w najbliższym okresie.

Wykres 4: Realne dochody z pracy najemnej



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP.

Wykres 5: Realne dochody z nadwyżki operacyjnej brutto



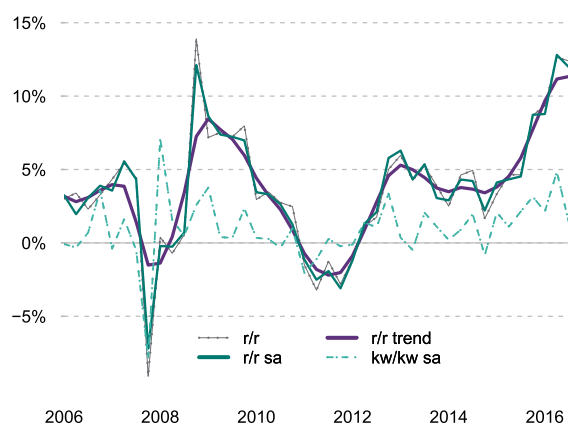
Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP.

Dochody z **nadwyżki operacyjnej brutto**, stanowiące dochód z działalności gospodarczej osób fizycznych, zwiększyły się o jedynie 1,1% r/r. Od początku 2015 r. trend dynamiki tej kategorii dochodów znajduje się w tendencji spadkowej, przy pojawiających się okresowo wysokich wzrostach i spadkach tej kategorii. Dochody z nadwyżki operacyjnej brutto

stanowią ponad 30% dochodów do dyspozycji sektora gospodarstw domowych wraz z obciążeniami, choć tylko w ok. 9,5% gospodarstw domowych co najmniej jeden z członków czerpał dochody z pracy na własny rachunek.²

Realne **dochody ze świadczeń społecznych**, obejmujące zarówno pieniężne świadczenia z ubezpieczeń społecznych, jak i świadczenia z pomocy społecznej, w III kw. 2016 r. wzrosły o 12,4% r/r oraz o 1,4% kw/kw sa (Wykres 6). Stanowią one obecnie ponad 20% dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (takie źródło dochodu jest dominujące w przypadku ok. 36,8% gospodarstw domowych). Tempo wzrostu tej kategorii dochodów od połowy 2015 r. wyraźnie przekracza dynamikę całego agregatu dochodów do dyspozycji, co początkowo związane było z rosnącym znaczeniem świadczeń emerytalnych. Wzrost dochodów ze świadczeń następuje pomimo zasadniczego spadku bezrobocia, w tym w szczególności niższej liczby rejestrujących się osób z prawem do zasiłku z tytułu bezrobocia. W ostatnich kwartałach obniżyło się tempo wzrostu średnich emerytur przy stabilnym tempie wzrostu uprawnionych do otrzymywania świadczeń, a za wysoką dynamiką dochodów ze świadczeń społecznych stoją wypłaty z programu *Rodzina 500 Plus*.

Wykres 6: Realne dochody ze świadczeń

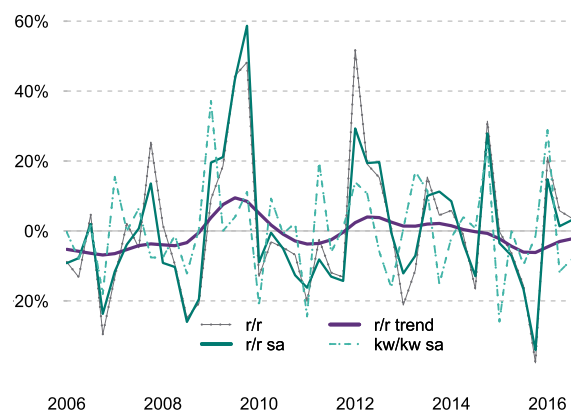


Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP.

²Badanie Budżetów Gospodarstw Domowych, 2015 r.

Saldo dochodów z własności³ wpłynęło dodatnio na dynamikę dochodów gospodarstw domowych. W III kw. 2016 r. kategoria ta wzrosła realnie o 3,7% r/r (por. Wykres 7), lecz w ujęciu kwartalnym odnotowano spadek drugi kwartał z rzędu (o 8,2% sa). Należy mieć na uwadze, że dynamika dochodów z własności netto jest kategorią bardzo zmienną, głównie z uwagi na przeszacowania wartości. Na przestrzeni ostatnich 8 kwartałów jej wkład w kształtowanie się dochodów pozostaje ujemny.

Wykres 7: Realne saldo dochodów z własności



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP.

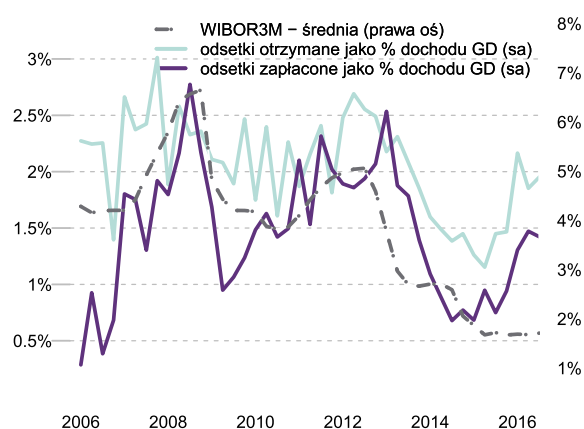
W III kw. dodatni wkład salda dochodów z własności wynika z przewagi dochodów odsetkowych gospodarstw domowych nad obciążeniami. Obydwie kategorie systematycznie zmniejszają swój udział w dochodach do dyspozycji, co wynika głównie z korzystnej dynamiki dochodów przy utrzymujących się od roku stałych stopach procentowych (WIBOR3M od sześciu kwartałów wynosi 1,7%). Dochody z własności mają w długim horyzoncie niewielki wpływ na kształtowanie się dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (stanowią średnio ok. 5,0% agregatu).

Łączne obciążenie dochodów z tytułu składek

³Na kategorię tę składają się przede wszystkim dochody (odsetki) należne właścicielom następujących aktywów finansowych: depozytów, papierów wartościowych innych niż akcje, pożyczek, pozostałych aktywów, a także m.in. dywidendy, pozostałe dochody z tytułu własności, por. rozdział „Aktywa i zobowiązania finansowe”.

na ubezpieczenie społeczne płaconych przez pracowników oraz płatności podatkowych zwiększyło się realnie o 3,3% r/r w II kw. 2016 r., wobec wzrostu o 7,5% r/r w poprzednim kwartale (**Wykres 9**). Utrzymująca się wysoka dynamika tej kategorii może wskazywać, że wzrost zatrudnienia i wynagrodzeń następuje wśród osób o dochodach nieprzekraczających 2,5 krotności średniej krajowej (górny limit składek na ubezpieczenia społeczne), głównie pozostających w stosunku pracy (a nie na umowach cywilno-prawnych). Wnioski te potwierdzane są przez dane BAEL. Za część wzrostów od I połowy 2016 r. odpowiadać mogą także zmiany w oskładkowaniu umów cywilno-prawnych. Pomimo silnie rosnących pracowniczych składek na ubezpieczenia społeczne, za sprawą niższej dynamiki podatków, od 2015 roku maleje **stopa obciążenia dochodów**⁴

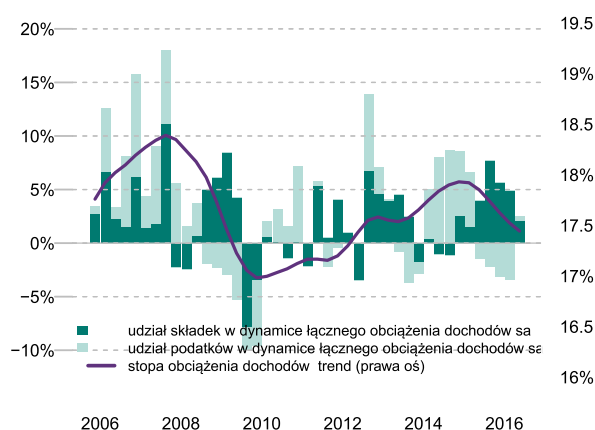
Wykres 8: Udział odsetek otrzymanych oraz zapłaconych przez GD w dochodach do dyspozycji



Dane: RN GUS i NBP. Opracowanie: NBP

⁴Obciążenia dochodów do dyspozycji brutto to suma podatków od dochodów i majątku oraz płaconych przez gospodarstwa domowe składek na ubezpieczenia społeczne ogółem. Stopa obciążenia liczona jest natomiast jako stosunek obciążeń do dochodów do dyspozycji brutto powiększonych o te obciążenia. Począwszy od 1 kw 2016 r., do obciążeń dochodów nie wlicza się składek na ubezpieczenia społeczne płaconych przez pracowników.

Wykres 9: Obciążenia dochodów – pracownicze składki na ubezpieczenia społeczne oraz podatki.



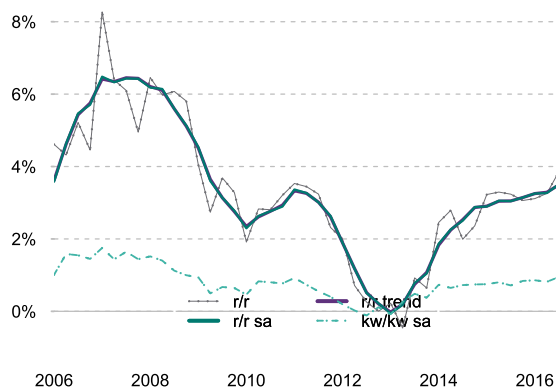
Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP

Spożycie prywatne

Po dwóch latach stabilnego wzrostu spożycia w III kw 2016 r. odnotowano przyspieszenie jego dynamiki. Szybko wzrasta udział konsumpcji dóbr trwałych w agregacie, lecz nie towarzyszy mu współmierny wzrost zainteresowania finansowaniem konsumpcji kredytem. Wysokiej dynamice spożycia towarzyszy wysoki poziom optymizmu konsumentów.

Dynamika spożycia prywatnego przyspieszyła – spożycie prywatne w III kw. 2016 r. wzrosło realnie o 3,9% r/r w porównaniu do 3,3% przed kwartałem (Tabela 1). Po wyeliminowaniu wahań sezonowych dynamika tej kategorii wyniosła 3,5% r/r oraz 1,0% kw/kw (por. Wykres 10). Także dynamika nominalna spożycia prywatnego, po uwzględnieniu sezonowości, ukształtowała się na poziomie nieco wyższym w porównaniu do poprzedniego kwartału i wyniosła 2,5% (Wykres 11).

Wykres 10: Spożycie prywatne w ujęciu realnym

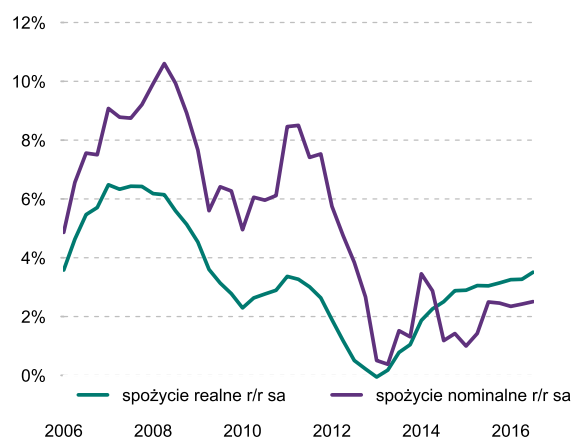


Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP

Choć po pierwszym kwartale wyższej dynamiki trudno wnioskować o zmianie trendu, wydaje się że zmiany w polityce świadczeniowej mogą przynajmniej przejściowo zwiększyć dynamikę wzrostu spożycia do połowy 2017 r. Jednocześnie jednak ceny dóbr trwałych systematycznie od połowy

2013 r. przejawiają inflację, wbrew zagregowanym tendencjom deflacyjnym. Jej ewentualne nasilenie mogłoby przyspieszyć decyzje o zakupie dóbr trwałych, wzmacniając impuls wynikający z programu *Rodzina 500 plus*.

Wykres 11: Spożycia prywatne w cenach stałych i bieżących



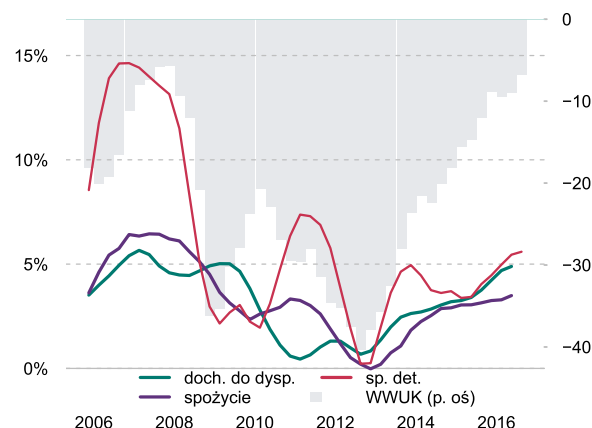
Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP

Ze spożyciem silnie powiązana jest sprzedaż detaliczna towarów, dla której jednak dynamika nie przejawia wyraźnego przyspieszenia tempa wzrostu od kwietnia ub. r. (dynamika tej kategorii, po uwzględnieniu komponentów sezonowych, kształtuje się na poziomie ok. 5,2% r/r). Sprzedaż detaliczna oraz spożycie prywatne nie są jednak wzaajemnie tożsamymi kategoriami statystycznymi. Mają część wspólną, lecz żadna z nich nie zawiera się w drugiej.⁵ W okresach, gdy dynamika spożycia przekracza dynamikę dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, dynamika sprzedaży detalicznej

⁵Z jednej strony, część sprzedaży detalicznej jest realizowana jako konsumpcja gospodarstw domowych, a część jako detaliczne zakupy firm czy innych podmiotów. Sprzedaż detaliczna jest obliczana jako sprzedaż towarów własnych i komisowych (nowych i używanych) w punktach sprzedaży detalicznej, placówkach gastronomicznych oraz innych punktach sprzedaży, np. magazynach, składach itp. - zatem nie rozróżnia odbiorców dóbr. Z drugiej strony, spożycie prywatne obejmuje także zakup usług przez gospodarstwa domowe, który nie jest w pełni uwzględniany w sprzedaży detalicznej dóbr.

pozostaje powyżej średniookresowego trendu. Jednak obecnie, od połowy 2015 r., dynamika spżycia pozostaje niŹsza niŹ dynamika dochodów (**Wykres 12**). Trudno zatem spodziewać się zasadniczego przyspieszenia dynamiki spżycia w perspektywie najbliŹszych kwartałów.

Wykres 12: Dochody, spżycie prywatne, sprzedaŹ detaliczna i ufność konsumencka, trendy



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP, WWUK - wskaźnik wyprzedzający ufności konsumenckiej.

Przy historycznie wysokich poziomach wskaźnika wyprzedzającego koniunktury, dynamiki tak spżycia, jak i sprzedaŹy detalicznej pozostają raczej niskie.⁶ W kontekście tego znaczącego rozluźnienia relacji pomiędzy koniunkturà konsumenckà i zakupami realizowanym przez gospodarstwa domowe słabną własności predykcyjne dynamiki dochodów dla dynamiki spżycia w perspektywie najbliŹszych kilku kwartałów.

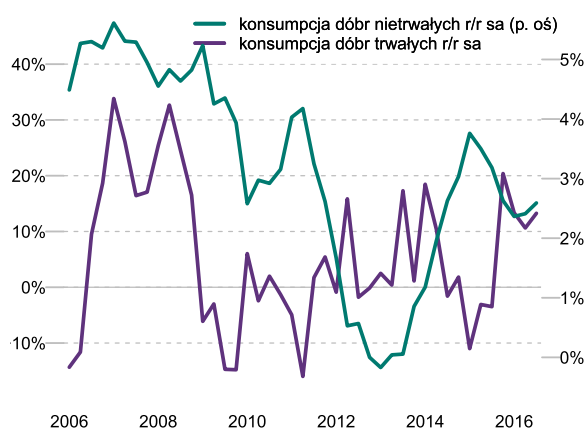
Struktura spżycia

Dominujàcà kategorià spżycia jest spżycie dóbr nietrwałych, którego tempo w III kw. 2016 r. wyniosło 2,6% r/r sa i znajduje się nadal poniŹej długookresowej średniej (ok. 3%). Od czterech kwartałów

⁶Poza WWUK na historycznie wysokich poziomach znajdują się także pozostałe wskaźniki koniunktury konsumenckiej i to tak ze względu na wzrost odsetka optymistów, jak i na spadek odsetka pesymistów (**Wykres 17**).

zdecydowanie powyŹej długookresowego trendu znajduje się spżycie dóbr trwałych (13,3% r/r sa w III kw. 2016 wobec średniej ok. 5,7%, **Wykres 13**).⁷

Wykres 13: Realne spżycie dóbr trwałych i nietrwałych, r/r sa



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP.

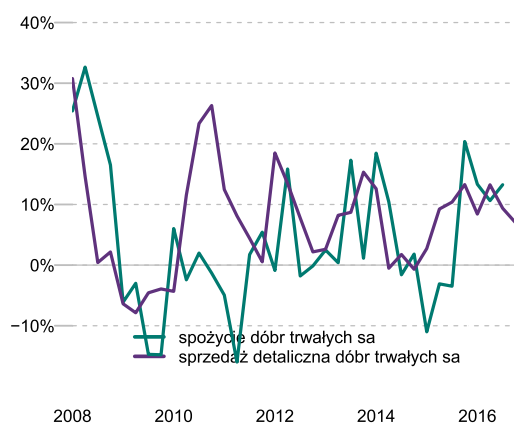
Wysoka dynamika spżycia dóbr trwałych znajdowała odzwierciedlenie w przyspieszeniu sprzedaŹy detalicznej dóbr trwałych⁸ (**Wykres 14**). Dynamika tej kategorii sprzedaŹy detalicznej w IV kw 2016 r. wyraźnie się obniŹyła, co sugeruje obniŹenie także dynamiki spżycia dóbr trwałych za ten okres. Podtrzymanie wysokiej dynamiki dochodów niekoniecznie musi się zatem przełożyć na kontynuację tendencji wzrostowych w spżyciu dóbr trwałych w IV kw 2016 r. Z drugiej strony, tendencje wzrostowe przejawia wskaźnik poważnych zakupów (**Wykres 15**), a dotychczasowe własności prognostyczne tego wskaźnika można ocenić jako satysfakcjonujàce.⁹ Bioràc pod uwagè te rozbieŹne wskaźania, prognozowanie spżycia dóbr trwałych obarczone jest obecnie wysokà niepewnoścà.

⁷Udział dóbr trwałych w konsumpcji oscyluje wokół ok. 7% na przestrzeni lat 2005-2015.

⁸SprzedaŹ detaliczna dóbr trwałych została zdefiniowana jako kategoria obejmujàca pojazdy, meble, RTV i AGD. Szereg sprzedaŹy detalicznej jest skorelowany ze spżyciem dóbr trwałych gospodarstw domowych. Oszacowanie współczynnika korelacji na danych kwartalnych z lat 2005-2015 to 0,53.

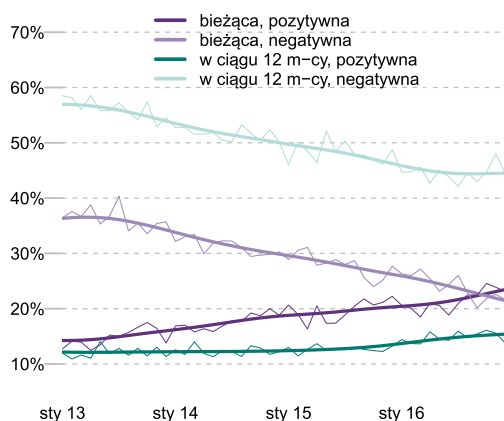
⁹Por. raport za I kwartał 2014 r. (nr 03/14).

Wykres 14: Dobra trwałe: spożycie (rachunki narodowe) oraz sprzedaż detaliczna, r/r realnie sa



Dane: RN i sprzedaż detaliczna GUS. Opracowanie: NBP

Wykres 15: Ocena odpowiedniego czasu do dokonywania ważnych zakupów



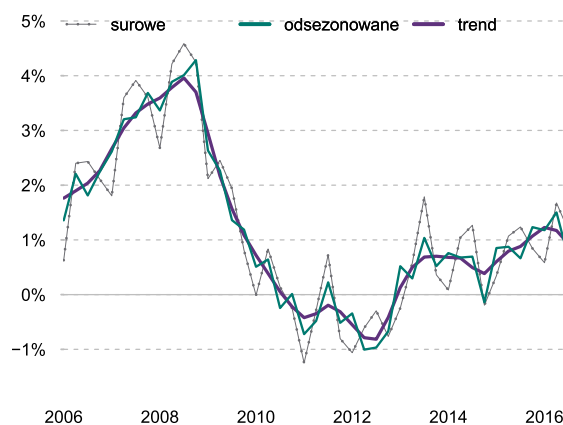
Dane: KK GUS. Opracowanie: NBP, odsetek odpowiedzi (sa i trend), filtr HP z $\lambda = 215$, tj. filtracja z częstotliwością odcięcia 8 kwartałów.

Finansowanie konsumpcji

Wzrastający popyt konsumpcyjny gospodarstw domowych w umiarkowanym i coraz mniejszym stopniu finansowany jest kredytem (**Wykres 16**). Wobec systematycznie dodatniego i rosnącego bilansu

zmian stanu kredytów od początku 2013 r. (nowo zaciągnięte zobowiązania przewyższały spłaty), w 2016 wzrost skłonności do finansowania konsumpcji kredytem wyhamował. Częściowo u podstaw tego zjawiska może leżeć wykorzystywanie świadczeń uzyskiwanych w ramach programu Rodzina 500+ w miejsce zaciągnięcia nowych zobowiązań. Ewentualna skala spłat zobowiązań nie wydaje się jednak wielka: udział *przyrostu* kredytów w wartości spożycia obniżył się z 1,7% sa w II kw. 2016 r. do 1,2% sa w III kw 2016 r.

Wykres 16: Stopień wykorzystania kredytu w finansowaniu konsumpcji



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP. Udział zmian kwartalnych stanu kredytu konsumpcyjnego w spożyciu prywatnym.

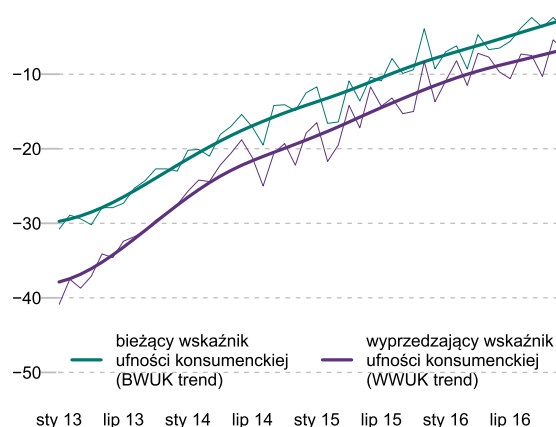
Nieznaczny spadek zainteresowania kredytem jako źródłem finansowania konsumpcji jest spójny z danymi ankietowymi zbieranymi z sektora bankowego. Według wyników ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych¹⁰ banki, nie przewidując istotnych zmian polityki kredytowej, spodziewają się niewielkiego spadku popytu w ostatnim kwartale 2016 r., co powinno przyczynić się do dalszego nieznacznego spadku zainteresowania kredytem przez gospodarstwa domowe.

¹⁰Sytuacja na rynku kredytowym w IV kw. 2016 r.

Perspektywy dla spożycia

Większość sygnałów pochodzących z danych o wyższej częstotliwości wskazuje na możliwość podtrzymania lub przyspieszenia dynamiki popytu konsumpcyjnego na przełomie 2016 i 2017 r. Sprzedaż detaliczna utrzymuje stabilne tempo wzrostu. Kontynuowana jest systematyczna poprawa sytuacji na rynku pracy: spadek bezrobocia, dalszy wzrost zatrudnienia, przy umiarkowanej dynamice realnych wynagrodzeń. Także kontynuacja wypłat w programie *Rodzina 500 plus* powinna przełożyć się na zwiększenie popytu konsumpcyjnego gospodarstw domowych.

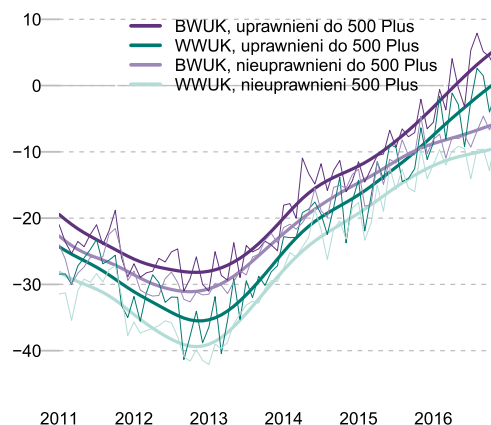
Wykres 17: Wskaźniki ufności konsumenckiej



Dane: KK GUS, sa i trend, filtr HP z $\lambda = 215$.

Z drugiej jednak strony, przy rekordowo wysokich odczytach wskaźników koniunktury konsumenckiej, dostrzegalne są też już przejawy stopniowego wyhamowania tendencji wzrostowych. Nadal najwięcej optymizmu jeśli chodzi o perspektywy konsumpcji, wykazują gospodarstwa domowe otrzymujące świadczenia w ramach programu *Rodzina 500 Plus* (Wykres 18). Jednak pozostałe typy gospodarstw domowych charakteryzuje większy pesymizm co do bieżącej i przyszłej sytuacji gospodarczej (zarówno co do poziomu, jak i co do tendencji).

Wykres 18: WWUK i BWUK w zależności od liczby dzieci



Dane: KK GUS, sa i trend, filtr HP z $\lambda = 215$.

Oszczędności i inwestycje

Kolejna rewizja danych przez GUS sugeruje odmiennie tendencje dotyczące oszczędności dobrowolnych w sektorze gospodarstw domowych: rosły na przestrzeni ostatnich czterech kwartałów, lecz w II i III kw 2016 obniżyły się. Na skutek zmian legislacyjnych z 2013 r. nadal maleje rola oszczędności w ramach powszechnego kapitałowego systemu emerytalnego. Wraz ze spadkiem nakładów inwestycyjnych brutto obniża się także stopa inwestowania.

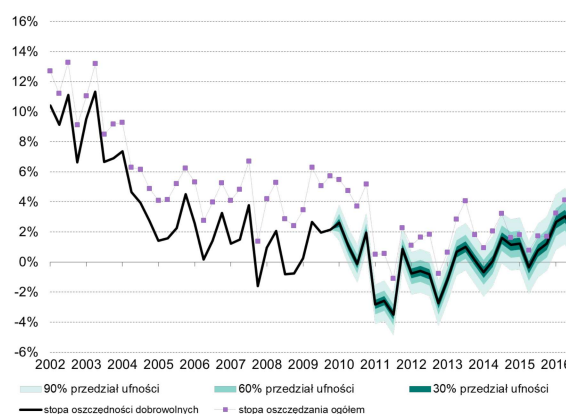
Stopa oszczędności dobrowolnych utrzymała się na umiarkowanym poziomie w porównaniu do wartości historycznych z ostatniej dekady (2,0% sa w III kw. 2016 r. wobec 3,1% sa w poprzednim kwartale oraz średniej 2,4% za ostatnie 10 lat, Wykres 19). Ze względu na znaczną skalę rewizji w tej kategorii rachunków narodowych bieżące dane GUS prezentowane są na tle szacowanego przedziału ufności (uzyskanego na podstawie przeszłych rewizji tej kategorii).

Nie jest jasne, jak środki z programu *Rodzina 500 plus* przełożą się na decyzje o oszczędnościach gospodarstw domowych. Choć zwiększenie dochodów gospodarstw domowych z dwójką lub większą liczbą dzieci na skutek programu umożliwia tym gospodarstwom zwiększenie oszczędności buforowych, dane o spożyciu prywatnym sugerują, że przynajmniej część tych dodatkowych środków w budżetach gospodarstw domowych przeznaczana jest na bieżącą konsumpcję, w tym konsumpcję dóbr trwałych. Transfery z programu mogą być postrzegane jako permanentne, co sugeruje, że ich znaczna część powinna być przeznaczana na konsumpcję, a stopa oszczędzania nie powinna ulec zmianie. Z drugiej jednak strony, świadczenia ustają, gdy dzieci zamieszkujące gospodarstwo domowe osiągną 18 lat, co dla gospodarstw ze starszymi dziećmi oznaczać może bardziej przejściowy niż trwały charakter świadczenia. Poza tym nie jest jasne, czy gospodarstwa domowe zinternalizowały w procesie decyzyjnym permanentny charakter tego świadczenia. Wreszcie, w przypadku niektórych gospodarstw

domowych, dla których przed uzyskaniem świadczenia ograniczenie budżetowe było ściśle wiążące, a dostęp do kredytu ograniczony lub nadmiernie kosztowny, proces realizowania zakupów dóbr i usług postrzeganych przez te gospodarstwa jako niezbędne może trwać przez dłuższy czas. Odsunie to w czasie ewentualne decyzje o formowaniu oszczędności buforowych, przezornościowych czy długookresowych.

Pozytywne tendencje we wskaźnikach koniunktury konsumenckiej zmniejszają siłę oddziaływania motywu przezornościowego przy decyzji o oszczędnościach.

Wykres 19: Stopa oszczędzania gospodarstw domowych (w relacji do dochodów do dyspozycji)

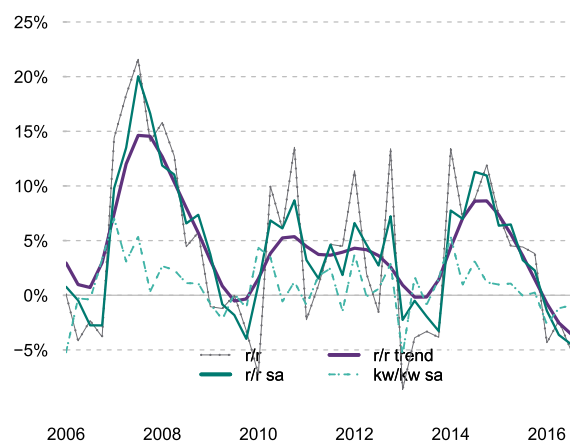


Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP.

Coraz wolniejsza jest akumulacja oszczędności emerytalnych w systemie kapitałowym. Za tym procesem stoi zmiana w systemie emerytalnym obowiązująca od drugiej połowy 2013 r., a szczególnie jej dwa elementy: niższe wpłaty do systemu kapitałowego (wola przekazywania składek do OFE wyraziło ok. 12% populacji pracujących) oraz stopniowe przenoszenie z OFE do ZUS środków osób osiągniętych wiek przedemerytalny (tzw. mechanizm „suwaka”, wg planu finansowego FUS było to 4,3 mld zł w 2016 r.). Ze względu na wysokość środków zgrom

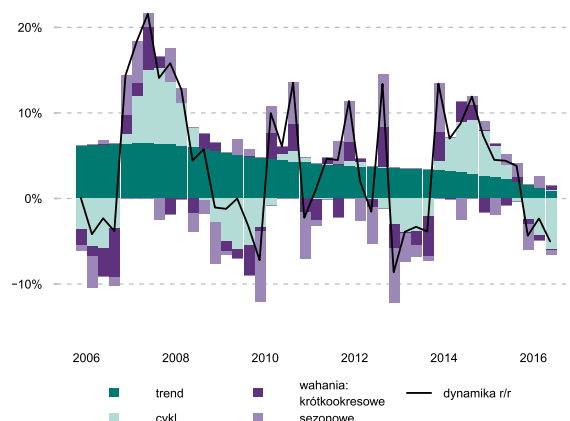
madzonych w OFE przez kohorty osiągające wiek przedemerytalny oraz niską liczebność nowych roczników podejmujących decyzję o członkostwie w OFE można się spodziewać ujemnych wkładów korekty z tytułu FE do oszczędności sektora gospodarstw domowych w kolejnych kwartałach (transfery z ZUS do OFE to obecnie ok. 3,1-3,2 mld zł rocznie).

Wykres 20: Realne nakłady inwestycyjne brutto, r/r



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP.

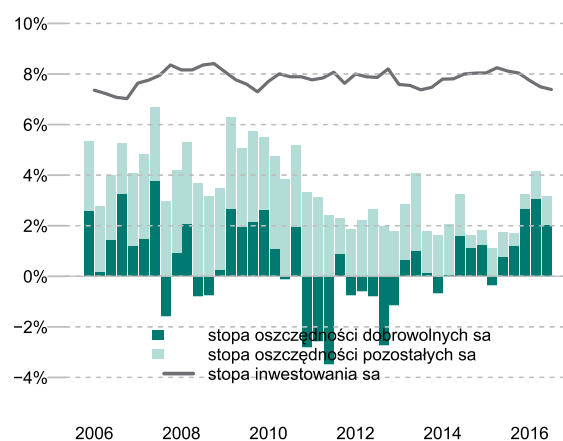
Wykres 21: Realne nakłady inwestycyjne brutto, dekompozycja przy wykorzystaniu filtru HP.



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP.

W III kw. 2016 r. pogłębiły się spadki dynamik **realnych nakładów brutto na środki trwałe** w sektorze gospodarstw domowych (-3,6% r/r sa wobec -1,4% sa w poprzednim kwartale, **Wykres 20**). Systematyczne spadki realnych nakładów inwestycyjnych brutto mają związek z wahaniami o charakterze cyklicznym, przy relatywnie stabilnym i słabnącym udziale czynników długookresowych (**Wykres 21**). Sugeruje to kontynuację ujemnych odczytów w nadchodzących kwartałach.

Wykres 22: Stopa inwestowania i oszczędzania (w relacji do dochodów do dyspozycji brutto)



Dane: RN GUS. Opracowanie: NBP.

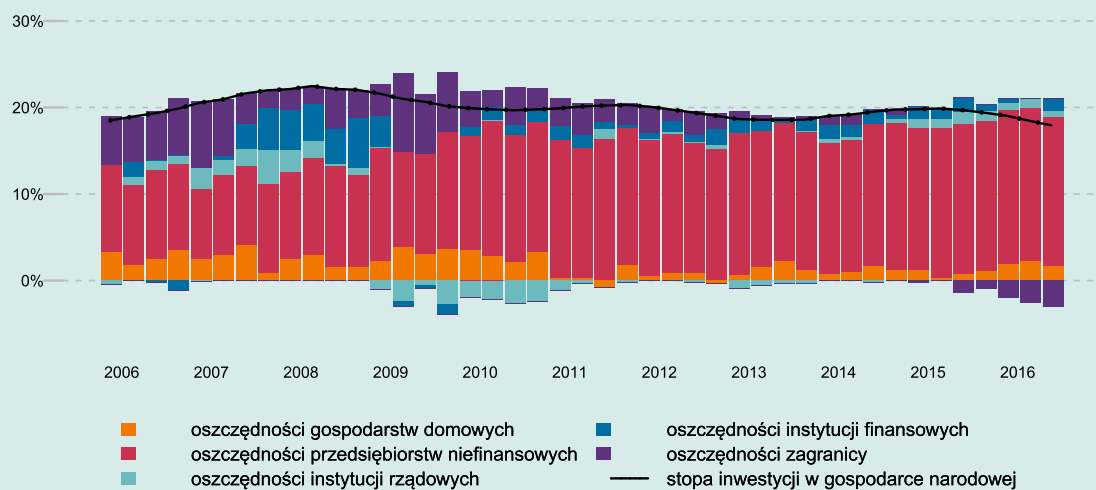
Wraz z obniżającym się poziomem nakładów brutto na środki trwałe **stopa inwestowania** w sektorze gospodarstw domowych, będąca relacją tej kategorii do dochodów do dyspozycji brutto, od roku systematycznie się obniża (7,4% sa w II kw. 2016 r. wobec 7,5% w poprzednim kwartale i ponad 8,0% w 2015 r., **Wykres 22**). Inwestycje gospodarstw domowych przewyższające ich oszczędności zwiększają wielkość zadłużenia netto sektora gospodarstw domowych wobec innych sektorów.

Ramka 1. Źródła finansowania inwestycji w Polsce

W Polsce głównym źródłem finansowania inwestycji są środki krajowe. Napływ kapitału z zagranicy, choć istotny, systematycznie maleje (z ok 4% PKB w latach 2005-2010 do 3% PKB w 2010-2015). Relacja oszczędności krajowych w gospodarce narodowej do PKB w I kw. 2016 r. wyniosła 21,3% (po wyeliminowaniu wahań sezonowych, por. Wykres 23). W oszczędnościach krajowych główną rolę stanowią oszczędności sektora przedsiębiorstw, co jest związane z istotnym znaczeniem środków własnych w finansowaniu inwestycji (u źródeł tego wzorca mogą leżeć zarówno preferencje, jak i bariery w dostępie do kapitału, por. *Szybki monitoring* NBP). W porównaniu do lat 2005-2010 od 2011 r. maleje rola oszczędności gospodarstw domowych w generowaniu oszczędności krajowych, które systematycznie w przeważającym stopniu pochodzą z sektora przedsiębiorstw.

Dominująca rola sektora przedsiębiorstw niefinansowych w tworzeniu zagregowanych oszczędności w Polsce wskazuje od lat na istotną rolę finansowania inwestycji ze środków pochodzących ze źródeł własnych. Zjawisko to zwiększa zmienność oszczędności w gospodarce narodowej, a także potencjalnie może obniżyć tempo rozwoju przedsiębiorstw (realizowanie inwestycji „zrywami”). Napływ oszczędności zagranicznych czwarty kwartał z rzędu zmniejsza zasób finansowania inwestycji w Polsce. Zjawisko to pojawiło się po raz pierwszy od lat 1990. Sugeruje to, że podtrzymanie finansowania inwestycji ze środków zagranicznych może być ograniczone, co negatywnie oddziaływać będzie na stopę oszczędności w gospodarce oraz na nakłady inwestycyjne.

Wykres 23: Źródła finansowania inwestycji w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Ramka 2. Motyw przezornościowy oszczędności

Oczekiwania gospodarstw domowych co do sytuacji ekonomicznej podlegają silnemu wpływowi ogólnej opinii o sytuacji ekonomicznej. Spodziewając się pogorszenia sytuacji własnej lub gospodarczej w kraju, gospodarstwa deklarują większą skłonność do oszczędzania.

W kształtowaniu oczekiwań gospodarstw domowych znaczenie ma nieobserwowane, subiektywne postrzeganie sytuacji ekonomicznej – tzw. *sentymencie* konsumencki. Odzworowuje on nastroje i odpowiada za większość zmienności pomiędzy gospodarstwami domowymi: ogólna ocena sytuacji ekonomicznej w danym gospodarstwie domowym na gruncie teoretycznym przekłada się na kierunek formułowania większości opinii dotyczących szczegółowych aspektów ekonomicznych. Ze względu na znacznie zróżnicowanie gospodarstw, dopiero po wyeliminowaniu oddziaływania tego czynnika można ocenić, czy *pogorszenie* oceny co do sytuacji gospodarczej wiąże się ze *zwiększeniem* skłonności do oszczędzania. Takie zachowanie konsumentów jest przejawem motywu przezornościowego w decyzjach o oszczędnościach.

Wykorzystano fakt, iż w dostępnych danych o kondycji gospodarstw domowych każdy ankietowany udziela odpowiedzi dwukrotnie na przestrzeni kwartału. Zbadano wpływ zmiany w postrzeganiu przez gospodarstwo domowe przyszłej sytuacji jego i kraju z pozytywnej (lub neutralnej) na negatywną na zmianę przewidywanych oszczędności (z deklarowania utrzymania obecnego poziomu oszczędności lub ich obniżenia na deklarację zwiększenia oszczędności w horyzoncie 12 m-cy). Te wyniki potwierdzają występowanie motywu przezornościowego w decyzjach o oszczędnościach. Najsilniej gospodarstwa domowe reagują na pogorszenie sytuacji własnej – wiąże się ono z przyrostem prawdopodobieństwa zwiększenia oszczędności o około 10 pp. Podobna jest skala tego efektu dla oceny sytuacji makroekonomicznej: sytuację finansową w kraju oraz bezrobocie charakteryzują oszacowania o zbliżonej wielkości, niższe niż dla sytuacji własnej. Oszacowane relacje są stabilne w czasie.

Tabela 2: Oszczędzanie przezornościowe

Zmiana planów w kierunku zwiększenia oszczędności	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
pogorszenie sytuacji finansowej GD w 12 m-cach	0.113***	0.114***	0.106***	0.103***	0.086***
pogorszenie sytuacji finansowej kraju w 12 m-cach	0.047***	0.047***	0.048***	0.050***	0.030**
obawy przed wzrostem bezrobociem w horyz. 12 m-cy	0.050***	0.050***	0.047***	0.047***	0.034***
<i>N</i>	8427	8427	8427	8427	8427
<i>R</i> ²	0.014	0.014	0.039	0.069	0.115

Krańcowe efekty w modelu, model oszacowano jedynie dla gospodarstw domowych, które deklarują płynność finansową. W kolumnie (2) uwzględniono rok; w kolumnie (3) uwzględniono także charakterystyki demograficzne, tj. płeć, stan cywilny, województwo, miasto, liczba osób w GD, wiek, wiek², wykształcenie, status na rynku pracy, dochody; w kolumnie (4) także subiektywną ocenę możliwości oszczędzania, a w kolumnie (5) dodatkowo kontrolowano o oczekiwania konsumentów w innych obszarach, tj. ocena czasu na dobre zakupy teraz i w przyszłości, bieżąca ocena czasu na oszczędzanie.

Dane: badanie kondycji gospodarstw domowych z lat 2012-2016 (GUS). * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$.

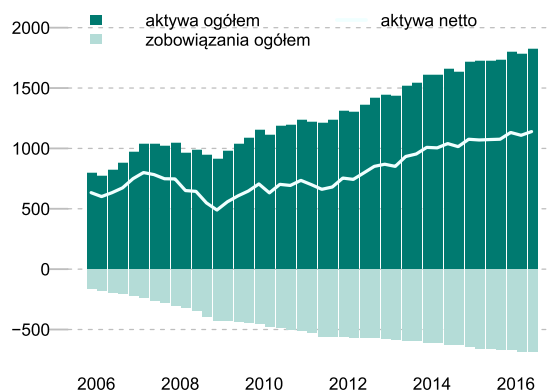
Aktywa i zobowiązania finansowe

W III kw. 2016 r. rosły zarówno aktywa, jak i pasywa, prowadząc do nieznacznego wzrostu aktywów netto. Aktywa zwiększyły się zarówno w wyniku transakcji, jak i zmiany wyceny wartości składowych aktywów. Gospodarstwa domowe zwiększały stan posiadania głównie płynnych form przechowywania środków finansowych. Największy udział we wzroście zobowiązań miały nowe kredyty konsumpcyjne.

Aktywa

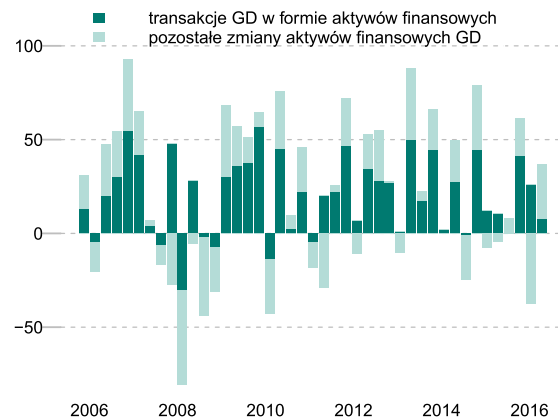
Stan aktywów finansowych gospodarstw domowych rośnie coraz szybciej. Na koniec III kw. 2016 r. wyniosły one 1825,3 mld zł, tj. były większe o 5,5% w porównaniu do analogicznego okresu poprzedniego roku (wobec wzrostu o 3,7% r/r oraz 4,7% r/r odpowiednio w II i w I kw. 2016 r.; Wykres 24). Aktywa zwiększyły się również w ujęciu kwartalnym (o 2,0% kw/kw), jednak wynikało to przede wszystkim z dodatnich zmian wyceny ich wartości (28,8 mld zł), przy znacznie mniejszym, lecz również dodatnim, wpływie przeprowadzonych transakcji (7,9 mld zł; Wykres 25 oraz Aneks - zestawienie danych statystycznych, Tabela 5).

Wykres 24: Stany aktywów i zobowiązań finansowych gospodarstw domowych (w mld zł)



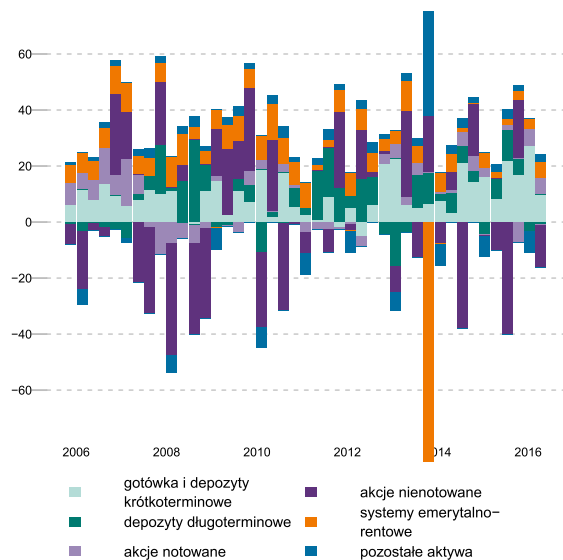
Dane: Kwartalne rachunki finansowe NBP.

Wykres 25: Zmiany kwartalne stanów aktywów finansowych gospodarstw domowych (w mld zł)



Dane: Kwartalne rachunki finansowe, NBP.

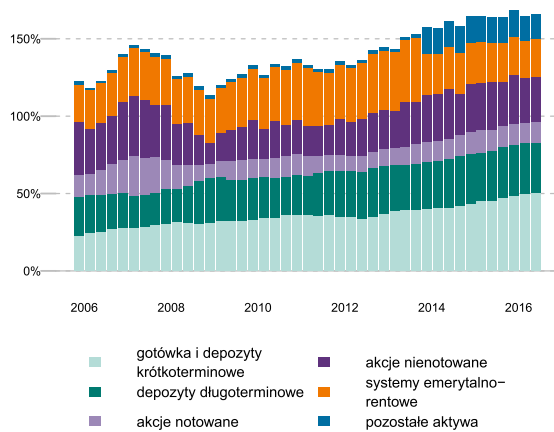
Wykres 26: Transakcje wg rodzajów aktywów finansowych (w mld zł, kw/kw, dane surowe)



Dane: Kwartalne rachunki finansowe, NBP.

W III kw. 2016 r. główne tendencje kształtowania się kategorii aktywów finansowych gospodarstw domowych zostały podtrzymane. Najchętniej akumulowane były gotówka i depozyty bieżące, czyli aktywa o najwyższym stopniu płynności i jednocześnie niskim stopniu ryzyka. Zbywano natomiast depozyty długoterminowe. Gotówka i depozyty krótkoterminowe stanowią ponad 50% rocznych dochodów, a udział ten systematycznie rośnie (Wykres 28).

Wykres 27: Składowe aktywów finansowych GD (jako odsetek rocznych dochodów do dyspozycji)



Dane: Kwartalne rachunki niefinansowe wg sektorów instytucjonalnych, GUS; Kwartalne rachunki finansowe, NBP.¹¹

Zwiększenie stanu aktywów ryzykownych wynika przede wszystkim ze zmian wyceny wartości akcji. Systematycznie zbywane są akcje nienotowane przy jednoczesnym umiarkowanym wzroście transakcji w ramach akcji notowanych. Środki w postaci akcji stanowią równowartość ok. 25% rocznych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych¹².

Gotówka i lokaty krótkoterminowe niezmiennie pozostają najszybciej przyrastającym aktywem finansowym gospodarstw domowych. W III kw. 2016 r. stan tej formy przechowywania wartości powiększył się o 10 mld zł (1,8% kw/kw) i wyniósł w końcu

¹¹Zgodnie z konwencją przyjętą w systemie ESA2010 przeprowadzone w lutym 2014 r. przeniesienie do ZUS 153,2 mld zł oszczędności emerytalnych utrzymywanych uprzednio w OFE nie obniżyło łącznej sumy aktywów finansowych, ale zwiększyło stan pozostałych aktywów.

¹²Plasują się tym samym w okolicy mediany dla państw regionu.

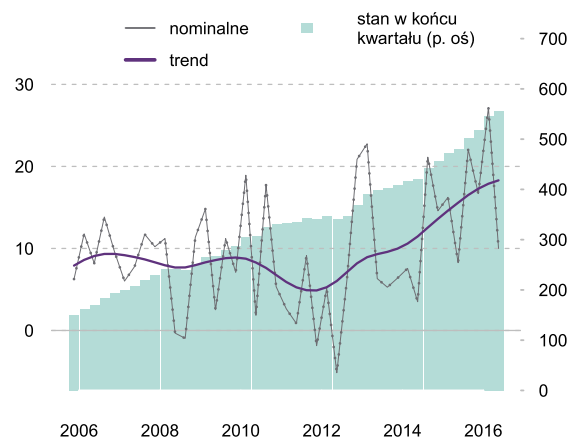
września 556 mld zł (Wykres 28). Gotówka i depozyty są jedną z nielicznych kategorii aktywów, dla których oszacowania trendu wskazują na stabilny wzrost w ostatnich latach.

Tabela 3: Dynamiki r/r aktywów i zobowiązań finansowych gospodarstw domowych

Aktywa i zobowiązania finansowe GD	2015 III	2015 IV	2016 I	2016 II	2016 III
Aktywa finansowe	3,9	6,0	4,7	3,7	5,5
Gotówka i depozyty krótkoterminowe	14,2	13,7	13,8	15,7	15,8
Depozyty długoterminowe	4,6	5,7	6,3	7,2	4,0
Akcje notowane	6,4	5,3	-6,2	-5,9	4,2
Akcje nienotowane	-2,3	5,9	3,6	-3,0	-1,5
Sys. ubezp. i emerytalno-rentowe	-4,0	-2,2	-2,5	-5,7	1,2
Pozostałe	0,6	0,5	0,6	0,4	0,3
Zobowiązania	5,1	5,9	3,8	3,9	4,3
Kredyty i pożyczki	5,0	6,0	3,8	3,9	4,3
Pozostałe kwoty do zapłaćenia	8,1	2,4	6,9	3,8	5,7

Kwartalne rachunki finansowe, NBP.

Wykres 28: Transakcje w formie gotówki i depozytów krótkoterminowych (w mld zł)

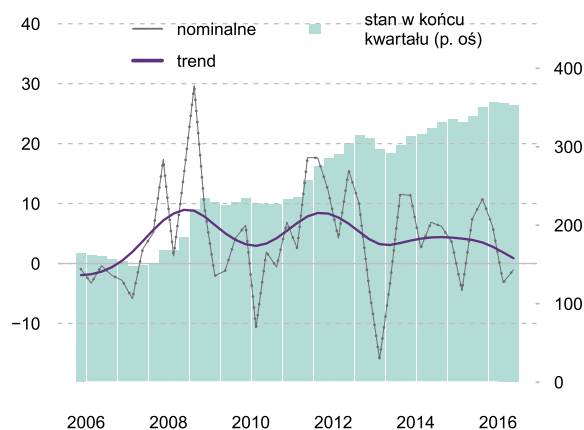


Dane: Kwartalne rachunki finansowe NBP.

Wśród aktywów o niskim stopniu ryzyka, gotówka i depozyty krótkookresowe zaczynają wypie-

rać **depozyty długoterminowe** (powyżej roku). W III kw. 2016 r. po raz kolejny doszło do spadku zainteresowania tą formą aktywów finansowych. Gospodarstwa domowe zbyły depozyty długoterminowe w wysokości ok. 1 mld zł (przy transakcjach na poziomie -3,2 mld zł w poprzednim kwartale). Co więcej, ujemny wpływ przeszacowań wartości obniżył stan depozytów długoterminowych o kolejne 1,5 mld zł, wskutek czego w ujęciu kwartalnym spadł on o 0,9%. Doprowadziło to do osłabienia rocznej dynamiki, która w III kw. 2016 r. wyniosła 4,0% r/r, kształtując się na poziomie najniższym od I kw. 2014 r. (**Wykres 29** oraz **Tabela 5**). Pomimo malejącego popytu rola depozytów długookresowych w majątku gospodarstw domowych pozostaje istotna. Stanowią one ok. 19% aktywów gospodarstw domowych.

Wykres 29: Transakcje w formie depozytów długoterminowych (w mld zł)



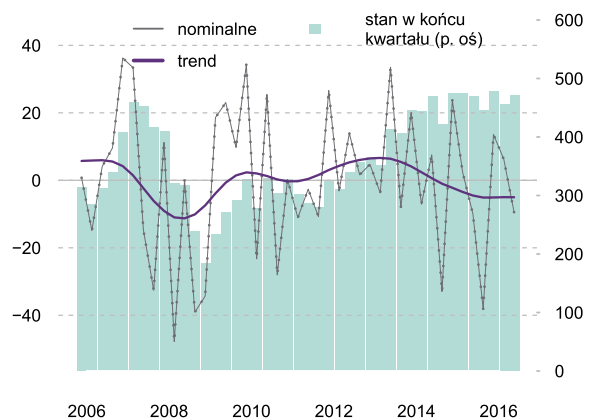
Dane: Kwartalne rachunki finansowe NBP.

Przeciwnastawne kierunki zmian w posiadaniu gotówki i depozytów krótkookresowych oraz depozytów z okresem zapadalności wyższym niż jeden rok są zgodne z kształtowaniem się stóp procentowych. W III kw. 2016 r. nowo lokowane depozyty krótkookresowe podlegały oprocentowaniu w średniej wysokości 1,7%, zaś długookresowe 1,4%. Niższy stopień płynności oferowany za niższą cenę stanowi czynnik faworyzujący pierwszą z omawianych kategorii. Jednocześnie zwiększanie wartości aktywów

w formie depozytów przy relatywnie niskim oprocentowaniu może sugerować, że główną motywacją alokacji środków w ten rodzaj aktywów jest awersja do ryzyka lub potrzeba wysokiej płynności zamiast stóp zwrotu.

Obserwowany w III kw. 2016 r. wzrost stanu posiadania **aktywów ryzykownych**¹³ wynika przede wszystkim ze znacznych, dodatnich przeszacowań wartości w łącznej kwocie ok. 26 mld zł. Jednocześnie gospodarstwa domowe zbyły aktywa ryzykowne w wysokości 9,5 mld zł. Łącznie w ujęciu kwartalnym aktywa ryzykowne wzrosły o 3,5% (**Wykres 30**), a w ujęciu rocznym nie zmieniły się.

Wykres 30: Transakcje w formie aktywów ryzykownych (w mld zł)



Dane: Kwartalne rachunki finansowe NBP.

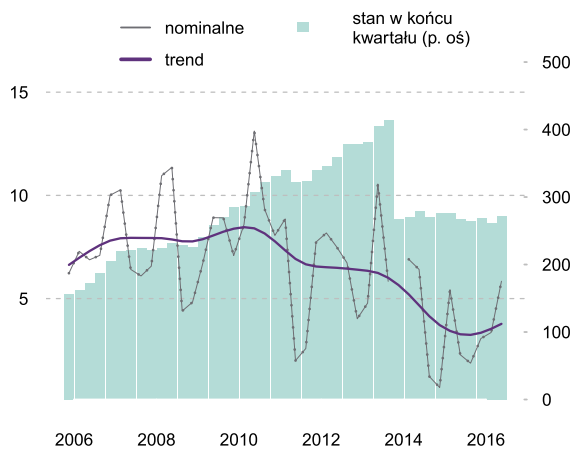
Spadek popytu gospodarstw domowych na aktywa ryzykowne jest w dużej mierze związany z akcjami nienotowanymi, które od 2013 r. znajdują się w wyraźnej tendencji spadkowej, co potwierdza ujemna łączna suma transakcji w tym czasie (-35 mld zł). Obserwowany wzrost stanu wynika z silnych dodatnich zmian w wycenie tych aktywów (104 mld zł). W III kw. 2016 r. gospodarstwa domowe

¹³Kategoria ta odnosi się łącznie do udziałów kapitałowych i jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Według metodyki ESA 2010 obejmują one następujące instrumenty finansowe: akcje notowane na giełdzie, akcje nienotowane oraz pozostałe udziały kapitałowe, a także jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, tj. kategorie 7, 511, 512, 519, 521, 522 finansowych rachunków narodowych.

zbyły 15,3 mld zł w postaci akcji nienotowanych. Pomimo systematycznych spadków rola akcji nienotowanych pozostaje dominująca w aktywach ryzykownych. Stanowią one 67% aktywów ryzykownych i 17% aktywów ogółem.

Z kolei systematycznie wzrasta popyt na aktywa w postaci akcji notowanych. W III kw. 2016 r. stan posiadania tych aktywów zwiększył się zarówno przez transakcje (w wysokości 5,8 mld zł), jak i zmiany wyceny wartości (5,2 mld zł). Od 2013 r. łączna suma transakcji wyniosła 37,8 mld zł, przy stosunkowo niskiej wartości przeszacowań 9,7 mld zł. Akcje notowane znajdują się na ścieżce umiarkowanego wzrostu, stanowiąc obecnie ok. 8% łącznego wolumenu aktywów.

Wykres 31: Transakcje w systemach ubezpieczeniowych i emerytalno-rentowych (w mld zł)



Dane: Kwartalne rachunki finansowe NBP.

Stan aktywów ulokowanych w **systemach ubezpieczeniowych i emerytalno-rentowych**¹⁴ zwiększył się o 10,3 mld zł na wskutek zarówno dodatniego salda transakcji (56%) jak i zmian wyceny wartości (44%). Doprowadziło to do wyhamowania obserwowanych od 2013 r. tendencji spadkowych tej kategorii (**Wykres 31**). Jednakże w dłuższej perspektywie należy spodziewać się podtrzymania trendu spadkowego z uwagi na tzw. mechanizm

¹⁴Kategoria obejmuje OFE, IKE, IKZE, PPE oraz tzw. rezerwy techniczne, tj. kategorie 61, 62, 63, 64, 65 i 66 finansowych rachunków narodowych.

„suwaka” (stopniowego przesuwania środków osób osiągających wiek przedemerytalny z OFE do ZUS).

Dane ze statystyki monetarnej NBP¹⁵ wskazują na dalszy przyrost stanu aktywów w IV kwartale. Utrzyma się zainteresowanie gospodarstwa domowego aktywami o wysokiej płynności i niskim ryzyku przy wyhamowaniu spadków w kształtowaniu się wolumenu aktywów ryzykownych.

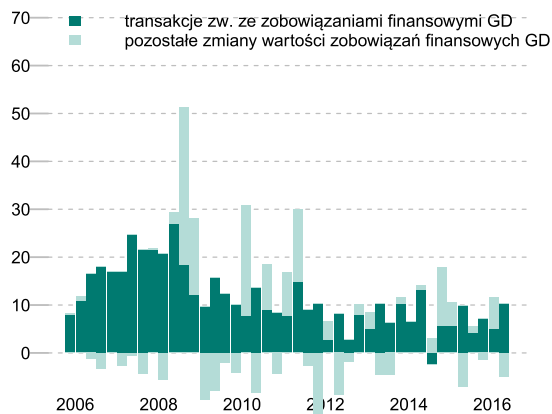
¹⁵W celu uzyskania pełnego obrazu kształtowania się aktywów i zobowiązań finansowych w IV kwartale należy poczekać do publikacji danych ze statystyki finansowej.

Zobowiązania

Zobowiązania finansowe sektora gospodarstw domowych w końcu września 2016 r. wyniosły łącznie 685,7 mld zł i były wyższe o 0,8% w porównaniu do wartości z poprzedniego kwartału oraz o 4,3% wobec stanu na koniec III kw. 2015 r.

Na stan zobowiązań w III kw. 2016 r. dodatkowo oddziaływały transakcje (10,4 mln zł) przy ujemnym wpływie zmian nietransakcyjnych (-4,9 mld zł), na które w dominującej mierze składały się zmiany wyceny wcześniej zaciągniętych zobowiązań walutowych (**Wykres 32 i Tabela 3**). Wartość transakcji w III kw. 2016 r. była najwyższa od III kw. 2014 r.

Wykres 32: Struktura kwartalnych zmian wartości zobowiązań finansowych (w mld zł)



Dane: Kwartalne rachunki finansowe NBP.

Gospodarstwa domowe zaciągają zobowiązania w dwóch głównych celach: by sfinansować konsumpcję oraz w celu nabycia nieruchomości.¹⁶ Pierwsze stanowią obecnie prawie jedną czwartą stanu wszystkich zobowiązań, drugie ponad 60%.¹⁷

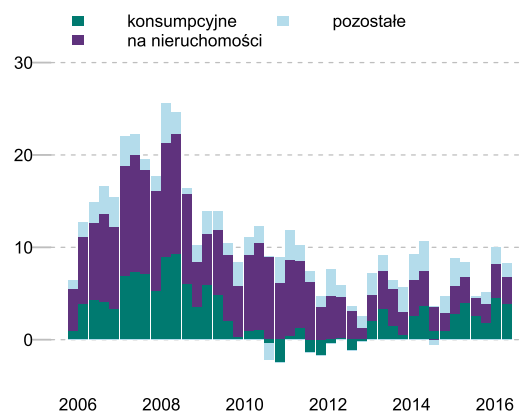
Transakcje w formie **kredytów i pożyczek konsumpcyjnych** w III kw. 2016 roku wyniosły 46,3%

¹⁶Wyróżnia się również kredyty i pożyczki o charakterze bieżącym dla przedsiębiorców indywidualnych i rolników indywidualnych (ok. 6% zobowiązań) oraz na inwestycje (ok. 6%) i pozostałe (ok. 2%).

¹⁷Dane dotyczące kredytów w podziale na cele oraz struktura pożyczek o terminach zapadalności powyżej roku pochodzą ze statystyki monetarnej NBP (por. Aneks 1 – Uwagi metodyczne, pkt. 9).

wartości wszystkich transakcji (**Wykres 33**). Po okresie boomu w latach 2007-2008, a następnie ujemnych transakcji w latach 2011-2012, gdy wartość spłaty już zaciągniętych kredytów była wyższa od wartości nowopodjętych, od 2013 roku kategoria ta znajduje się w trendzie wzrostowym (por. **Wykres 34**).

Wykres 33: Transakcje w formie kredytów i pożyczek według celu (w mld zł)

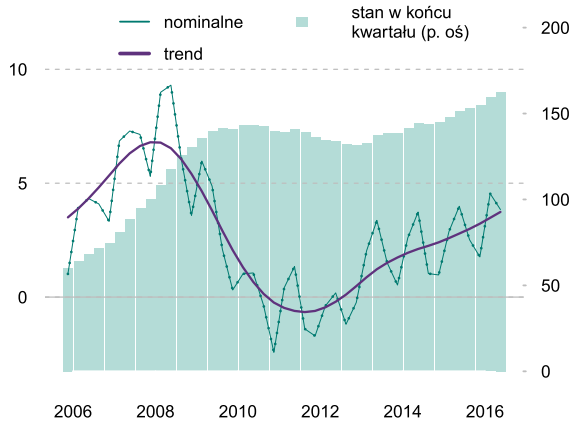


Dane: Statystyka monetarna NBP.

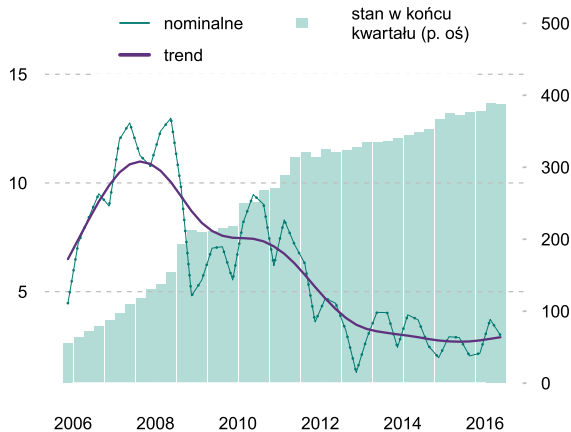
Z drugiej strony, od początku 2008 roku transakcje w formie **kredytów mieszkaniowych**¹⁸, choć dodatnie, znajdowały się w trendzie spadkowym, na co mogło mieć wpływ zaostrzenie polityki banków w zakresie przyznawania kredytów mieszkaniowych. W szczególności transakcje w formie kredytów mieszkaniowych zaciągniętych w walucie obcej¹⁹ od 2012 roku są ujemne, zaś te zaciągane w złotych od połowy 2010 roku nie przejawiają tendencji wzrostowych. W 2014 r. transakcje w ramach kredytów mieszkaniowych ustabilizowały się, jednak na relatywnie niskim poziomie (**Wykres 35**). W rezultacie od połowy 2015 roku wartość transakcji na kredytach konsumpcyjnych jest wyższa od wartości transakcji na kredytach mieszkaniowych (wyjątkiem jest I kw. ub. r.).

¹⁸Kredyty mieszkaniowe stanowią obecnie ok. 97% stanu wszystkich kredytów na nieruchomości

¹⁹Obecnie kredyty walutowe stanowią około 40% stanu wszystkich kredytów na nieruchomości.

Wykres 34: Transakcje w formie kredytów konsumpcyjnych (w mld zł)

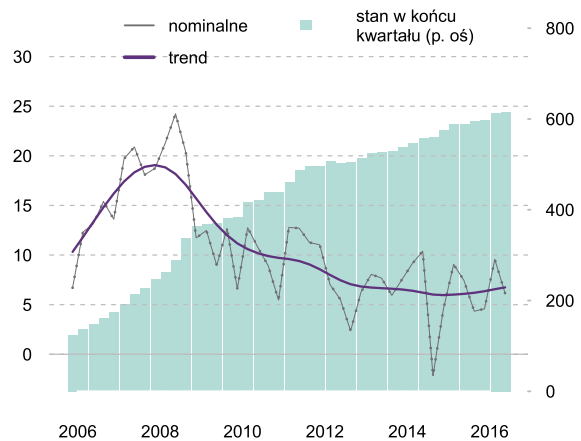
Dane: Statystyka monetarna NBP.

Wykres 35: Transakcje w formie kredytów mieszkaniowych (w mld zł)

Dane: Statystyka monetarna NBP.

Dominującą formą wzrostu zadłużenia gospodarstw domowych są pożyczki zaciągane na okresy powyżej jednego roku (termin zapadalności określony jest w momencie zaciągnięcia zobowiązania). Transakcje z tego tytułu, nazywane **długoterminowymi kredytami i pożyczkami**, w ciągu III kw. 2016 r. wyniosły 6,1 mld zł. W konsekwencji zobowiązania długoterminowe gospodarstw domowych wobec

sektora bankowego wzrosły o 4,4% w ujęciu rocznym i o 0,2% kw/kw (**Wykres 36**). Natomiast transakcje z tytułu **krótkoterminowych kredytów i pożyczek** w III kw. 2016 r. wyniosły 2,4 mld zł, zwiększając stan kategorii o 3,2% w stosunku do analogicznego kwartału poprzedniego roku.

Wykres 36: Transakcje w formie kredytów i pożyczek długoterminowych (w mld zł)

Dane: Kwartalne rachunki finansowe NBP.

Jak pokazują dane ze statystyki monetarnej NBP, ponad połowę stanu kredytów o pierwotnym terminie zapadalności powyżej roku stanowią kredyty zaciągnięte na więcej niż 20 lat. Po okresie wzrostu z niecałych 15% w 2004 roku od początku 2015 roku ich udział w agregacie pozostaje w miarę stały i wynosi ok. 50% (**Wykres 37**). Ze wszystkich typów kredytów w podziale na termin zapadalności w ostatnim czasie najszybciej przyrastają kredyty zaciągane na okres od 5 do 10 lat, a najwolniej - kredyty o najniższych terminach zapadalności. Systematyczny wzrost zainteresowania gospodarstw domowych kredytami z dłuższym okresem spłaty jest obserwowany w danych w zasadzie od początku analizowanego okresu.²⁰

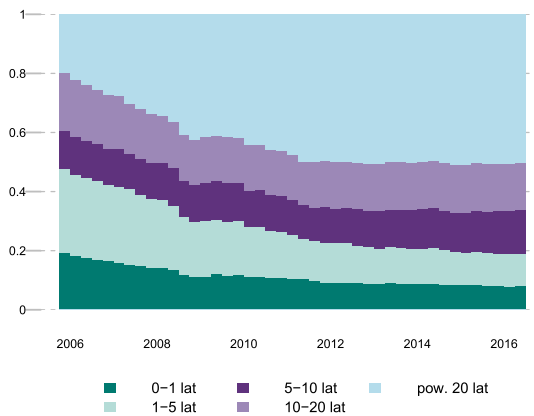
Dominującą rolę w kształtowaniu stanu kredytów długookresowych mają kredyty mieszkaniowe. W dalszej kolejności należy wymienić kredyty kon-

²⁰Dane ze statystyki monetarnej NBP dostępne są od grudnia 1997 r.

sumpcyjne o okresie zapadalności powyżej 1 roku. Mniejszy udział w tworzeniu tego agregatu mają kredyty na cele inwestycyjne, pozostałe oraz kredyty operacyjne dla przedsiębiorców indywidualnych.

Jak wskazują dane ze statystyki monetarnej NBP²¹, w IV kwartale br. stan zobowiązań gospodarstw domowych zwiększył się, m. in. ze względu na relatywnie wysoką dodatnią korektę związaną ze zmianą wyceny. Transakcje, choć dodatnie, powinny nieco się obniżyć w stosunku do poprzednich kwartałów, zwłaszcza w odniesieniu do kredytów na cele konsumpcyjne.

Wykres 37: Struktura stanu zadłużenia według terminu zapadalności



Dane: Statystyka monetarna NBP.

Pozycja finansowa

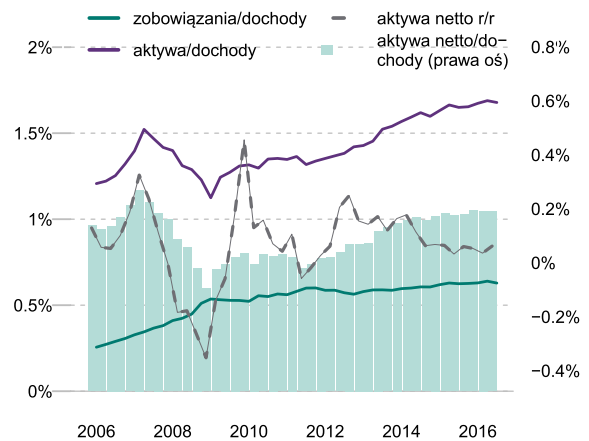
W III kw. 2016 r. pozycja finansowa gospodarstw domowych poprawiła się w stosunku do poprzedniego kwartału. Relacja aktywów finansowych gospodarstw domowych do ich skumulowanych rocznych dochodów do dyspozycji brutto wyniosła 167,8% sa, czyli o 2,8 pp. więcej niż przed rokiem (**Wykres 38**). Wskaźnik zobowiązań finansowych gospodarstw domowych w stosunku do ich dochodów do dyspozycji powiększył się w skali

²¹W celu uzyskania pełnego obrazu kształtowania się aktywów i zobowiązań finansowych w IV kwartale należy poczekać, aż zostaną opublikowane dane ze statystyki finansowej.

roku o 0,5 pp., kształtując się na poziomie 62,9% sa. Ostatecznie aktywa finansowe netto w końcu III kw. br. stanowiły 104,6% dochodów do dyspozycji.

Majątek finansowy netto, czyli nadwyżka aktywów nad zobowiązaniami w sektorze gospodarstw domowych, na koniec III kw. 2016 r. wyniósł 1139,6 mld zł.

Wykres 38: Relacje stanów finansowych aktywów, zobowiązań, aktywów netto jako odsetek zannualizowanych dochodów do dyspozycji GD; dynamika r/r aktywów netto (dane odsezonowane)



Dane: Kwartalne rachunki niefinansowe wg sektorów instytucjonalnych GUS; Kwartalne rachunki finansowe, NBP.

Aneks

Uwagi metodyczne

1. Obecne dane z rachunków niefinansowych gospodarstw domowych sporządzane są w oparciu nową, ujednoczoną metodykę ESA 2010 (szczegóły dotyczące zmian oraz informacje metodologiczne można znaleźć na stronie Głównego Urzędu Statystycznego oraz Eurostatu). Opracowanie wykorzystuje szereg czasowy, spójny z nową metodyką, rozpoczynające się w I kw. 1999 r. Na ich podstawie dokonano większości obliczeń, w tym korekty sezonowej.

2. Sektor gospodarstw domowych – według ESA2010: kat. S.14 *Gospodarstwa domowe* - obejmuje pod względem podmiotowym osoby fizyczne lub grupy osób fizycznych wspólnie zamieszkujące i wspólnie utrzymujące się, a także osoby fizyczne przebywające na stałe w instytucjach zbiorowego zamieszkania. Zakres taki jest powszechnie stosowany w statystykach na potrzeby krajowe, sporządzanych w układzie rachunków narodowych przez GUS dla danych rocznych. Dla celów statystyk międzynarodowych (Eurostat, OECD, IMF, WB, a także GUS dla danych o wyższej częstotliwości) do sektora gospodarstw domowych zalicza się 2 sektory: kat. S.14 *Gospodarstwa domowe* oraz kat. S.15 *Sektor instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych* i taką rozszerzoną definicję przyjęto również w notatce. Włączony do sektora gospodarstw domowych sektor instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych stanowi ok. 2% dochodów do dyspozycji brutto ogólnych sektorów: S.14 i S.15 oraz 1,5% spożycia prywatnego.

3. Spośród składników oszczędności sektora gospodarstw domowych w ujęciu rachunków narodowych zasadnicze znaczenie mają dwa elementy. Jednym z nich jest akumulacja, a w zasadzie jej podstawowy składnik mający postać rzeczową, tj. *nakłady brutto na środki trwałe*, stanowiące wartość środków przeznaczonych na inwestycje, tu głównie na budownictwo mieszkaniowe. Drugim elementem, określanym tu jako oszczędności finansowe,

jest saldo aktywów i zobowiązań finansowych sektora „domykające” rachunek kapitałowy tworzenia i rozdysponowania oszczędności brutto. Dodatnia wartość oszczędności finansowych, tj. wierzytelności netto, oznacza, że sektor gospodarstw domowych dysponował na bieżąco środkami wystarczającymi na finansowanie własnych zamierzonych nakładów inwestycyjnych w ramach sektora, ale posiadał również nadwyżki środków pozwalające finansować inne sektory gospodarki. Wartość ujemna oszczędności finansowych, tj. zadłużenie netto, wskazuje na niedobór własnych środków w ramach sektora i konieczność zaciągnięcia zadłużenia w innych sektorach gospodarki, posiadających nadwyżki oszczędności finansowych.

4. Pokazane w notatce dynamiki w ujęciu realnym różnych kategorii rachunków niefinansowych dotyczących dochodów, spożycia prywatnego i oszczędności zostały obliczone poprzez relację ich dynamik w cenach bieżących do deflatora spożycia indywidualnego w sektorze gospodarstw domowych. W poprzednich numerach notatki (do I kw. 2015 r. włącznie) do urealniania wartości nominalnych używano wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). Wyjątek stanowią nakłady brutto na środki trwałe, urealniane za pomocą deflatora inwestycji policzonego dla całej gospodarki.

5. W notatce przyjmuje się wąską definicję stopy oszczędzania, która wyraża się relacją oszczędności gospodarstw domowych do ich dochodów do dyspozycji brutto. Oszczędności gospodarstw domowych składają się z oszczędności dobrowolnych, tj. różnicy między dochodami i spożyciem w tym sektorze, oraz *Korekty z tytułu zmiany udziałów netto w rezerwach funduszy emerytalnych*.

6. Analiza oszczędności gospodarstw domowych w okresach kwartalnych oparta została na dwóch odrębnych źródłach danych. W części zawierającej podstawowe proporcje rozdysponowania dochodów w sektorze gospodarstw domowych wykorzystano dane statystyczne GUS pochodzące z kwartalnych

rachunków niefinansowych wg sektorów instytucjonalnych (GUS udostępnia je NBP w ciągu czwartego miesiąca po kwartale sprawozdawczym). Dane te obejmują podstawowe kategorie ekonomiczne, takie jak: dochody do dyspozycji brutto, oszczędności brutto, nakłady brutto na środki trwałe, są jednak niewystarczające do analizy zmian zachodzących w strukturze ich oszczędności.

7. Zakres pochodzących z tych statystyk danych liczbowych jest niewystarczający do sporządzenia pełnego, a zarazem szczegółowego i jednolitego rachunku kapitałowego za okresy kwartalne zgodnie z metodologią ESA 2010, gdyż:

- brak jest danych GUS o wielkości transferów kapitałowych i ich salda, niezbędnego składnika korygującego wielkość oszczędności brutto, który w rachunku kapitałowym umożliwia zbilansowanie tych oszczędności z wielkością akumulacji i wierzytelności netto,
- nie dysponujemy pełnymi danymi nt. akumulacji w sektorze GD, a jedynie o ich dominującej części, jaką są nakłady brutto na środki trwałe.

8. W analizie tendencji i zmian zachodzących w strukturze oszczędności finansowych gospodarstw domowych w okresach kwartalnych, zastosowano dwa obecnie dostępne źródła danych.

- Głównym są kwartalne rachunki finansowe sektora gospodarstw domowych opracowywane przez NBP. Pomimo że dotychczas nie nastąpiło jednoznaczne uzgodnienie danych z rachunków finansowych z rachunkami niefinansowymi GUS, są one opracowywane wg tej samej metodologii i definicji przedmiotowych (obowiązujących w ESA 2010), stąd również w obecnej postaci stanowią metodologicznie spójne źródło danych informujące o przybliżonej strukturze rachunku finansowego sektora GD.
- Jako drugie, pomocnicze, źródło danych wykorzystano dane pochodzące ze statystyki monetarnej NBP (dostępne w końcu pierwszego miesiąca po miesiącu sprawozdawczym). Zawierają one m.in. dane o stanach pieniądza go-

tówkowego w obiegu, depozytów i kredytów oraz informacje gromadzone przez NBP dotyczące pozabankowych form lokowania wolnych środków finansowych, takich jak fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, rządowe papiery wartościowe, akcje spółek.

9. Dane pochodzące ze statystyki monetarnej NBP oraz dane z kwartalnych rachunków finansowych ze względu na różnice metodologiczne nie są spójne. Jednakże dane o zobowiązaniach gospodarstw domowych z obu źródeł są bardzo zbliżone, a ewentualne różnice nie wpływają w istotny sposób na wnioski dotyczące tendencji czy zmian poszczególnych zmiennych.

10. Do eliminacji wahań sezonowych i identyfikacji trendu w szeregach zastosowano zaimplementowaną w pakiecie DEMETRA+ procedurę odsezonowania TRAMO/SEATS.

Zestawienie danych statystycznych

Tabela 4: Dochody, spożycie i oszczędności gospodarstw domowych (urealnione deflatorem spożycia indywidualnego)

	2013	2014	2015	2015	2016			
	I-IV	I-IV	I-IV	III	IV	I	II	III
dynamiki wybranych zmiennych z rachunku wykorzystania dochodów w ujęciu realnym								
dochody do dyspozycji brutto	1,4	2,8	3,5	2,7	3,5	3,6	8,1	5,9
dochody do dyspozycji brutto łącznie z korektą OFE	1,4	2,0	2,9	2,0	3,5	3,6	8,1	6,1
spożycie prywatne	0,3	2,4	3,2	3,2	3,1	3,1	3,3	3,9
spożycie indywidualne	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
nakłady brutto na środki trwałe*	-5,1	11,8	3,8	4,4	3,8	-4,3	-2,3	-5,0
deflator spożycia indywidualnego	0,4	-0,1	-1,3	-0,3	-1,1	-0,8	-0,8	-0,8
stopa oszczędzania oraz stopa inwestowania (dane odsezonowane)								
stopa oszczędności dobrowolnych	0,2	0,5	0,7	0,8	1,2	2,7	3,1	2,0
stopa oszczędzania	2,3	2,0	1,5	1,7	1,7	3,3	4,1	3,2
stopa inwestowania	7,5	7,9	8,1	8,1	8,0	7,7	7,5	7,4

* Urealnione deflatorem inwestycji w gospodarce.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Tabela 5: Inwestycje finansowe i finansowanie gospodarstw domowych (kwartalne zmiany - transakcje, stany na koniec kwartałów, w mld zł) według statystyki kwartalnych rachunków finansowych NBP

Wyszczególnienie	2013		2014				2015				2016		
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Rachunek finansowy – transakcje ogółem na aktywach finansowych i zobowiązaniach (w mld zł)													
Aktywa finansowe ogółem, z tego:	49,6	17,3	44,2	2,1	27,5	-0,8	44,7	12,2	10,7	0,2	41,5	25,9	7,8
gotówka i depozyty krótkoterminowe	6,3	5,3	6,4	7,6	3,5	21,1	14,6	16,2	8,3	22,1	16,7	27,2	10,0
depozyty długoterminowe	-3,6	11,5	11,4	2,6	6,9	6,2	3,6	-4,5	7,4	10,8	6,0	-3,2	-1,0
akcje notowane	2,7	4,6	-0,2	0,6	1,3	4,9	5,3	3,1	0,0	1,9	-7,4	6,3	5,8
akcje nienotowane	30,9	-12,6	20,3	-7,7	6,2	-37,8	18,5	-0,7	-10,0	-40,0	21,0	-0,1	-15,3
systemy ubezpieczeniowe i emerytalno-rentowe	10,6	5,8	-149,5	6,9	6,4	1,2	0,7	5,4	2,3	1,9	3,1	3,4	5,8
pozostałe kwoty do otrzymania*	2,8	2,7	155,9	-7,8	3,1	3,6	2,0	-7,3	2,7	3,6	2,1	-7,6	2,6
Zobowiązania finansowe ogółem, z tego:	10,4	6,3	10,3	6,5	13,2	-2,4	5,7	5,6	9,8	4,2	7,2	5,1	10,4
kredyty i pożyczki	9,0	4,9	8,3	10,5	11,8	-4,5	4,0	9,9	8,3	2,7	4,9	10,0	8,6
pozostałe kwoty do zapłacenia*	1,4	1,4	2,1	-4,0	1,4	2,1	1,6	-4,3	1,5	1,5	2,3	-4,9	1,8
Zmiany wartości finansowej netto – saldo transakcji	39,2	11,0	33,9	-4,4	14,2	1,6	39,0	6,6	0,9	-4,0	34,2	20,8	-2,5
Rachunek pozostałych zmian (zmiany wolumenu i przeszacowania, kw/kw w mld zł)													
Aktywa finansowe ogółem	38,3	5,2	21,8	0,4	22,2	-23,8	34,4	-7,5	-4,5	8,1	20,2	-37,8	28,8
Zobowiązania finansowe ogółem	-4,4	-4,6	1,3	0,0	1,0	3,0	12,2	5,0	-7,0	1,3	-1,5	6,5	-4,9
Zmiany wartości finansowej netto – saldo pozostałych zmian	42,7	9,8	20,5	0,4	21,2	-26,8	22,2	-12,5	2,6	6,8	21,7	-44,3	33,7
Bilans zamknięcia - stany na koniec kwartału (w mld zł)													
Aktywa finansowe ogółem, z tego:	1524,5	1547,1	1613,1	1615,7	1665,3	1640,6	1719,7	1724,4	1730,7	1738,9	1800,5	1788,7	1825,3
gotówka i depozyty krótkoterminowe	397,8	403,0	409,4	417,0	420,5	441,6	455,6	471,8	480,0	502,1	518,6	545,9	555,8
depozyty długoterminowe	291,2	301,8	313,4	315,9	324,0	331,6	334,9	331,1	338,9	350,4	356,0	355,0	352,4
akcje notowane	122,7	131,2	132,3	135,3	138,4	139,0	149,4	151,3	147,2	146,3	140,1	142,4	153,4
akcje nienotowane	289,3	275,3	313,5	307,5	330,5	282,0	325,6	322,3	322,7	298,7	337,4	312,5	318,0
systemy ubezpieczeniowe i emerytalno-rentowe	404,5	413,9	266,8	270,0	279,0	269,9	275,7	276,7	267,9	263,9	268,8	260,9	271,2
pozostałe kwoty do otrzymania*	19,0	21,8	177,7	169,9	173,0	176,5	178,5	171,2	174,0	177,5	179,6	172,0	174,5
Zobowiązania finansowe ogółem, z tego:	591,4	593,1	604,7	611,2	625,4	626,0	643,9	654,5	657,3	662,8	668,6	680,2	685,7
kredyty i pożyczki	580,7	580,9	590,5	601,0	613,8	612,3	628,6	643,5	644,8	648,8	652,2	668,8	672,5
pozostałe kwoty do zapłacenia*	10,7	12,2	14,2	10,2	11,6	13,7	15,3	11,0	12,5	14,0	16,3	11,4	13,2
Majątek finansowy netto – saldo transakcji	933,1	954,0	1008,4	1004,5	1039,9	1014,6	1075,8	1069,9	1073,4	1076,1	1132,0	1108,5	1139,6
majątek finansowy netto do dochodów	0,925	0,941	0,984	0,977	1,009	0,976	1,028	1,020	1,017	1,013	1,059	1,019	1,035

* W tym – kredyty handlowe i zaliczki, pozostałe kwoty do otrzymania/ do zapłacenia.

Źródło: NBP, Statystyka monetarna i finansowa; kwartalne rachunki finansowe.

www.nbp.pl

