

22 lutego 2012 r.

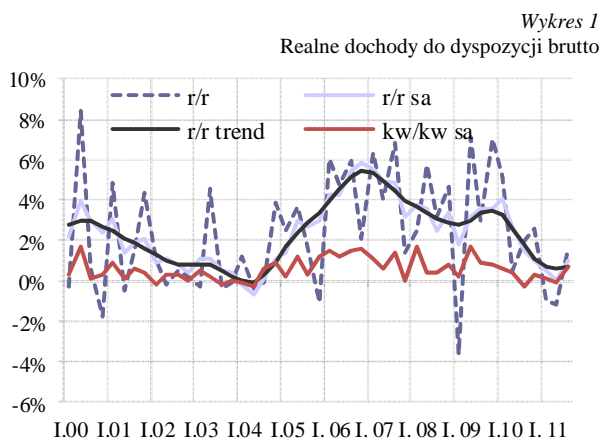
Grażyna Mierzejewska
Aleksandra Urbaniec**NOTATKA****Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych
w III kwartale 2011 r.¹****Streszczenie**

- W III kw. 2011 r. realne dochody do dyspozycji brutto wzrosły o 1,6% r/r wobec spadku o 1,2% w poprzednim kwartale. W rezultacie wyhamował, obserwowany od III kw. 2009 r., trend spadkowy dynamiki tej kategorii. Dodatni wkład do dynamiki dochodów do dyspozycji miało podwyższenie się tempa wzrostu nadwyżki operacyjnej brutto, dochodów z własności oraz dochodów z pracy najemnej. Ujemnie na dynamikę dochodów do dyspozycji oddziaływał natomiast spadek dochodów ze świadczeń społecznych ogółem.
- Spożycie indywidualne w III kw. 2011 r. wzrosło realnie o 3,0% r/r, nieco wolniej niż w poprzednim kwartale. Po wyraźnym przyspieszeniu tempa wzrostu spożycia, zapoczątkowanym w 2010 roku, od II kw. 2011 r. tendencja ta uległa wyhamowaniu. Choć obserwuje się kontynuację stabilnego wzrostu sprzedaży detalicznej w IV kw. 2011 r., tempo wzrostu spożycia w najbliższym kwartale może ulec obniżeniu ze względu na wyraźnie niższe (w porównaniu z dynamiką spożycia indywidualnego) tempo wzrostu dochodów do dyspozycji brutto i dochodów z pracy najemnej w III kw. 2011 r. oraz spadek nastrojów konsumenckich.
- Stopa oszczędzania w III kw. 2011 r. po korekcie sezonowej wyniosła -4,6%, a stopa inwestowania 7,3%. Znaczny spadek stopy oszczędzania był konsekwencją ujemnej korekty z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych. Obserwuje się kontynuację trendu spadkowego stopy oszczędzania, podczas gdy stopa inwestowania od IV kw. 2009 r. kształtuje się na w miarę stabilnym poziomie. Utrzymanie się tych tendencji skutkować będzie wzrostem zadłużenia netto sektora gospodarstw domowych wobec innych sektorów gospodarki.
- Gospodarstwa domowe w III kw. 2011 r. powiększyły swoje aktywa finansowe o kwotę 10,0 mld zł. Dominującą formą gromadzenia oszczędności były w tym kwartale depozyty bankowe, których zdeponowano na łączną kwotę 13,2 mld zł. Odbyło się to głównie kosztem odpływu środków ulokowanych przez gospodarstwa domowe w postaci akcji i udziałów kapitałowych, funduszy inwestycyjnych, z których to form wycofano środki finansowe w wysokości 12,3 mld zł. W niewielkim stopniu wzrosły inwestycje w dłużne papiery wartościowe, dość znacznie przyrosła gotówka. Gospodarstwa domowe powiększyły swoje zobowiązania finansowe o 14,6 mld zł, tj. silniej, niż w poprzednim kwartale i niż przed rokiem.
- Dane monetarne za IV kw. 2011 r. wskazują na wysoki przyrost aktywów finansowych gospodarstw domowych. Można spodziewać się tylko niewielkich przemieszczeń aktywów finansowych, i słabego odpływu aktywów z rynku akcji i funduszy inwestycyjnych. Niżej niż w poprzednim kwartale kształtować się będzie przyrost gotówki. Osłabią się wyraźnie tendencje wzrostowe przyrostu zadłużenia.

¹ Oceniane na podstawie danych z kwartalnych rachunków niefinansowych wg sektorów instytucjonalnych, GUS, styczeń 2012 r. oraz danych z kwartalnych rachunków finansowych wg sektorów instytucjonalnych, NBP, styczeń 2012 r. 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 sektorze gospodarstw domowych

W III kw. 2011 r. realne **dochody do dyspozycji brutto** sektora gospodarstw domowych wzrosły o 1,6% r/r wobec spadku o 1,2% r/r w II kw. 2011 r. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych dynamika dochodów do dyspozycji brutto była o 0,7 pp. wyższa niż w poprzednim kwartale. W rezultacie wyhamował, obserwowany od III kw. 2009 r., trend spadkowy dynamiki realnych dochodów do dyspozycji (por. Wykres 1).



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

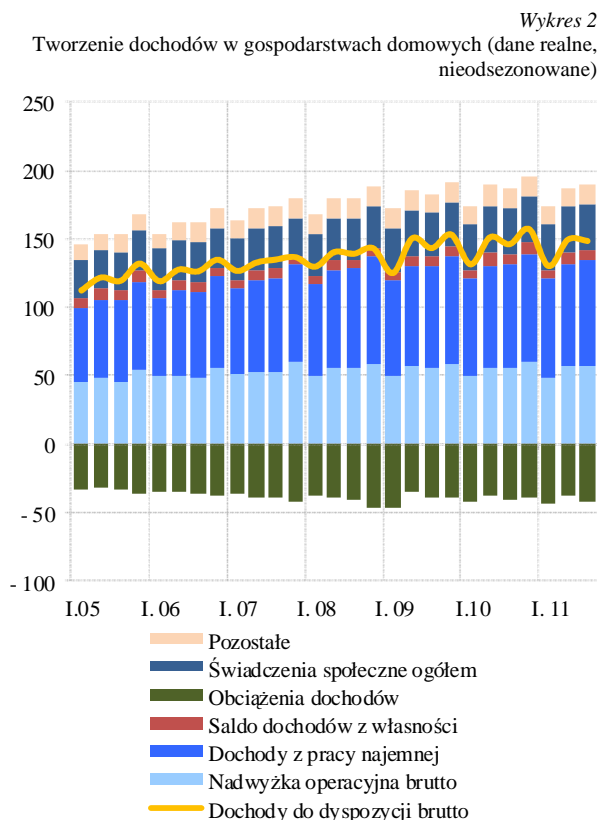
Dodatni wkład do dynamiki dochodów do dyspozycji miało podwyższenie się tempa wzrostu nadwyżki operacyjnej brutto, dochodów z własności oraz dochodów z pracy najemnej. Ujemnie na dynamikę dochodów do dyspozycji oddziaływał natomiast spadek dochodów ze świadczeń społecznych ogółem (por. Tablica 1 oraz Wykres 2).

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

	2010	2010	2011	2011
	I-IV	III	II	III
Nadwyżka operacyjna brutto (+)	-0,9	-1,1	1,2	3,2
Dochody z pracy najemnej (+)	3,0	3,3	-0,3	1,7
Dochody z własności (+)	0,6	-4,5	-6,1	5,7
Dochody pierwotne brutto	1,4	1,3	-0,1	2,4
Świadczenia społeczne ogółem (+)	3,5	3,6	-2,0	-0,3
Podatki od dochodów i majątku (-)	-3,2	3,7	10,5	1,7
Składki na ubezpiecz. społeczne (-)	0,3	3,0	-2,5	2,9
Dochody do dyspozycji brutto	2,5	2,0	-1,2	1,6
Spożycie indywidualne	3,2	3,4	3,6	3,0
CPI	2,6	2,2	4,6	4,1
Stopa oszczędzania	8,9	10,4	6,9	-5,9
Stopa inwestowania	8,8	8,0	7,2	7,9

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Ocenia się², że w III kw. 2011 r. realne **dochody z pracy najemnej** ukształtowały się na poziomie o 1,7% wyższym niż w III kw. 2010 r. wobec spadku o 0,3% r/r w II kw. 2011 r., co skutkowało nieznacznym ożywieniem dynamiki tej kategorii. (por. Wykres 3).

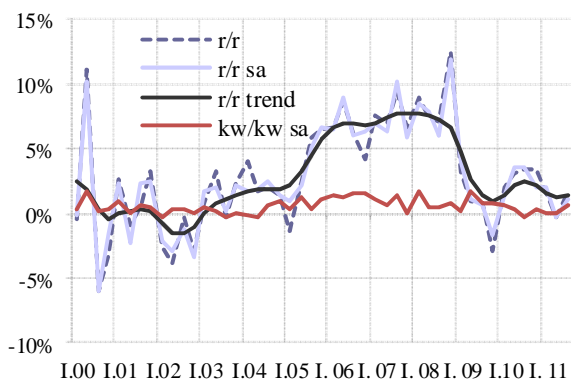


Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Na kształtowanie się dynamiki dochodów z pracy najemnej w III kwartale 2011 r. złożyły się: wzrost przeciętnych wynagrodzeń w gospodarce narodowej (realnie o 2,5% r/r, wobec 0,9% r/r II kw. 2011 r.) oraz wyższe o 1,5% w porównaniu z analogicznym kwartałem 2010 r. przeciętne zatrudnienie (wobec 2,0% r/r w II kw. 2011 r.).

²GUS nie udostępnia danych statystycznych za okresy kwartalne o składnikach dochodów do dyspozycji GD, stąd też przy ich omawianiu wykorzystano szacunki tych pozycji dokonywane w IE, sporządzane na podstawie innych danych publikowanych przez GUS.

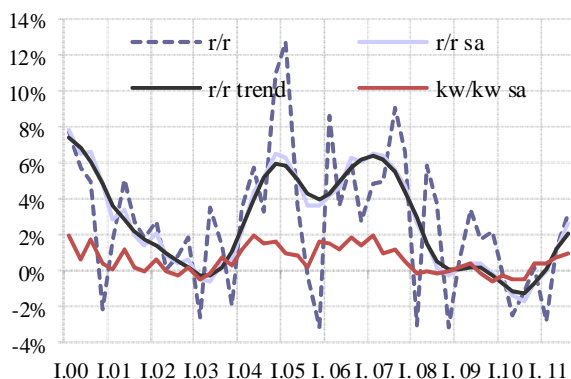
Wykres 3
Realne dochody z pracy najmniejszej



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Nadwyżka operacyjna brutto, czyli dochód z działalności prywatnych przedsiębiorców (osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą) w III kw. 2011 r. zwiększyła się o 3,2% r/r w ujęciu realnym, wobec wzrostu o 1,2% r/r odnotowanego w poprzednim kwartale. Tym samym kontynuowany jest trend wzrostowy dynamiki rocznej w tej kategorii (por. Wykres 4).

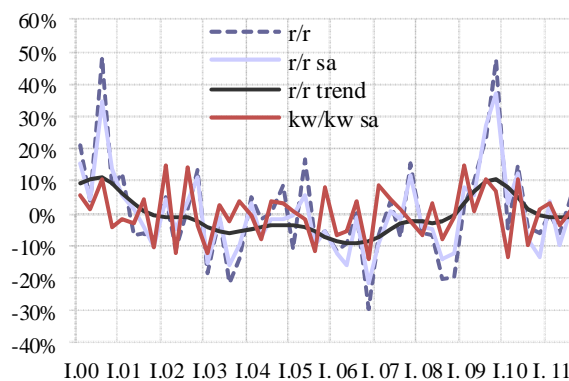
Wykres 4
Realna wartość nadwyżki operacyjnej brutto



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

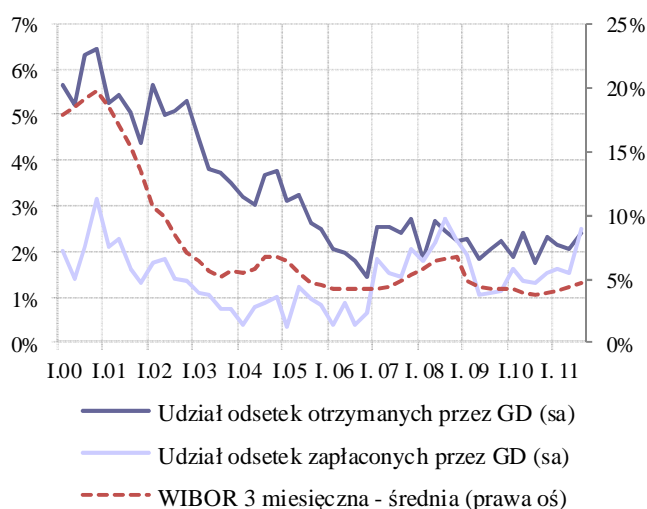
W III kw. 2011 r., jak wskazują szacunki, **saldo dochodów z własności** gospodarstw domowych wzrosło realnie o 5,7% r/r, wobec spadku o 6,1% r/r w poprzednim kwartale. Wzrost ten nastąpił pomimo ujemnego salda wpływów i wydatków odsetkowych, związanych z dochodami z różnych rodzajów aktywów finansowych utrzymywanych przez gospodarstwa domowe oraz finansowaniem obsługi zaciągniętych zobowiązań finansowych, natomiast wynikał z wysokich wypłat z pozostałych dochodów z własności, w tym związanych z wypłatami dochodów z dywidend oraz dochodami właścicieli przedsiębiorstw prywatnych.

Wykres 5
Saldo dochodów z własności w ujęciu realnym



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Wykres 6
Udział odsetek otrzymanych oraz zapłaconych przez GD w dochodach do dyspozycji, dane odsezonowane



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

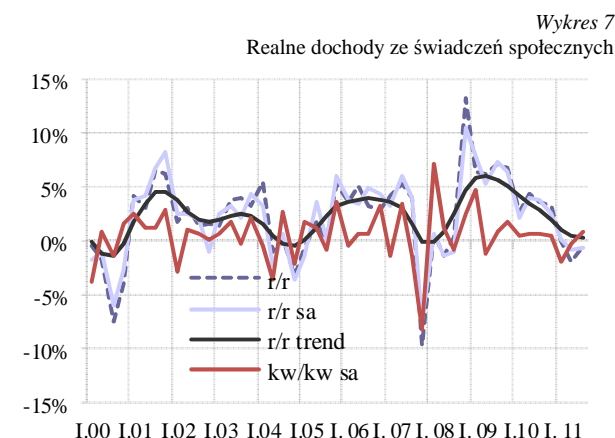
Obciążenie odsetkowe gospodarstw domowych, mierzone jako udział odsetek zapłaconych w dochodzie do dyspozycji, wyniosło w III kw. 2011 r. 2,4% sa (por. Wykres 6). Po stosunkowo wysokim wzroście tej pozycji w latach 2007-2008, spowodowanym wzrostem zaciągniętych przez gospodarstwa domowe zobowiązań oraz zmianami stóp procentowych i kursu walutowego, w latach 2009-2010 znajdowała się ona na w miarę stabilnym poziomie. Wzrost obciążenia odsetkowego obserwowany był ponownie od 2011 r., a towarzyszył mu umiarkowany wzrost stóp procentowych WIBOR 3M do 4,7% w III kw. 2011 r. wobec 3,9% średniej za 2010 rok oraz deprecjacja kursu walutowego w III kw. 2011 r.

Odsetki otrzymane w III kw. 2011 r. stanowiły 2,5% dochodu do dyspozycji (po korekcie sezonowej), o 1,0% więcej w porównaniu z poprzednim kwartałem, a ich znaczenie w

dochodach gospodarstw domowych w ostatniej dekadzie uległo znacznemu zmniejszeniu.

Wykres 8

Stopa obciążenia dochodów



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

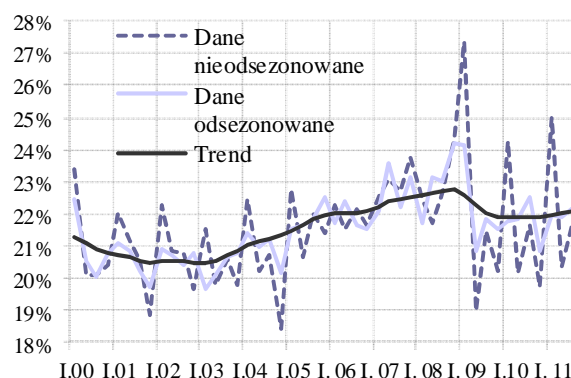
Realne **dochody ze świadczeń społecznych**, obejmujących zarówno pieniężne świadczenia z ubezpieczeń społecznych, jak i świadczenia z pomocy społecznej, w III kw. 2011 r. obniżyły się o 0,3% r/r wobec spadku o 2,0% r/r w II kw. 2011 r. Po eliminacji wahań sezonowych w III kw. 2011 r. nastąpił ich wzrost o 0,9% kw/kw, co przełożyło się na zahamowanie trendu spadkowego dynamiki dochodów ze świadczeń społecznych (por. Wykres 7).

Wyższe tempo wzrostu dochodów ze świadczeń społecznych w porównaniu z poprzednim kwartałem było między innymi konsekwencją wyższych dynamik realnych wypłat z emerytur i rent. Przeciętna emerytura i renta pracownicza brutto w III kw. 2011 r. wzrosła w ujęciu realnym o 0,4% r/r (wobec spadku w II kw. o 0,2% r/r), natomiast emerytura-renta pracownicza zmniejszyła się realnie o 1,3% r/r (w II kwartale odnotowano jej spadek o 2,0% r/r). Jednocześnie dynamika roczna przeciętnej liczby emerytów i rencistów otrzymujących świadczenia w III kw. 2011 wyniosła -1,2% r/r i była o 0,1 pp. wyższa niż w poprzednim kwartale.

Wypłaty zasiłków dla bezrobotnych w III kw. 2011 r. zmniejszyły się realnie o 17,8% r/r³, wobec spadku o 16,2% r/r w II kw. 2011 r. Spadek ten nastąpił pomimo wzrostu liczby zarejestrowanych bezrobotnych w III kw. 2011 r. o 2,7% r/r i jest związany z regresywnym charakterem systemu wypłat tych zasiłków.

Ponadto, ujemną dynamikę (-3,5% r/r) odnotowano również dla realnych wypłat zasiłków i świadczeń przedemerytalnych.

³ Zmiany wypłat zasiłków dla bezrobotnych oraz zasiłków i świadczeń przedemerytalnych zostały policzone z wykorzystaniem comiesięcznej publikacji GUS: *Informacja o sytuacji społeczno-gospodarczej kraju* oraz deflatora CPI.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

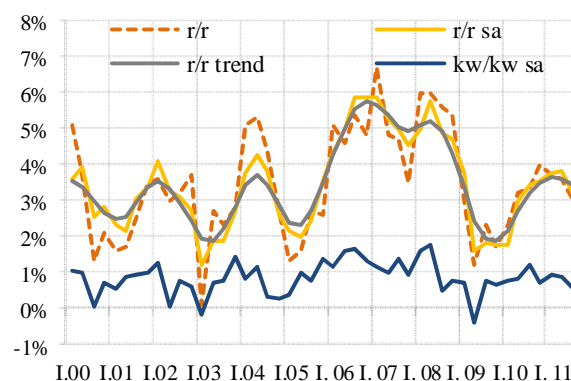
Stopa obciążenia dochodów⁴ wyniosła w III kw. 2011 r. 21,8% (22,2% po korekcie sezonowej), co przełożyło się na nieznaczny wzrost tego wskaźnika, po okresie (zapoczątkowanym w III kw. 2009 r.) stabilizacji stopy z wartościami między 21% a 22% dla danych odsezonowanych (por. Wykres 8).

Spożycie indywidualne w sektorze gospodarstw domowych

Spożycie indywidualne w III kw. 2011 r. wzrosło realnie o 3,0% r/r wobec wzrostu o 3,6% r/r w poprzednim kwartale (por. *Tablica 2.1*). Po eliminacji wahań sezonowych dynamika spożycia indywidualnego wyniosła 0,6% kw/kw. Po wyraźnym przyspieszeniu tempa wzrostu spożycia zapoczątkowanym w 2010 roku od II kw. 2011 r. tendencja ta uległa pewnemu wyhamowaniu (por. Wykres 9).

Wykres 9

Spożycie indywidualne w ujęciu realnym



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

⁴ Obciążenia dochodów do dyspozycji brutto to suma podatków od dochodów i majątku oraz składek na ubezpieczenia społeczne ogółem. Stopa obciążenia liczona jest natomiast jako stosunek obciążeń do dochodów do dyspozycji brutto powiększonych o te obciążenia.

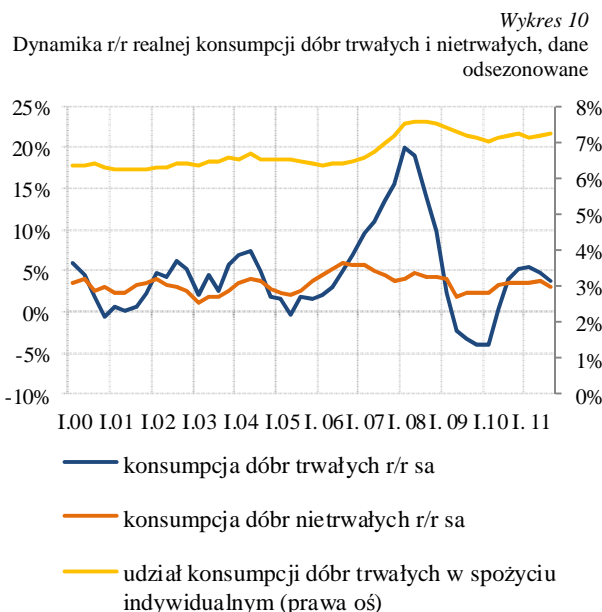
Struktura spożycia

Udział konsumpcji dóbr trwałych⁵ w spożyciu indywidualnym w latach 2000-2007 kształtował się w miarę stabilnie, ze średnią wartością na poziomie 6,5% (por. Wykres 10). W 2007 roku nastąpił jego nieznaczny wzrost (średnia dla lat 2008-2011 jest o 0,8 pp. wyższa niż dla lat 2000-2007) i w III kw. 2011 r. wyniósł 7,2%.⁶

Dynamika konsumpcji dóbr trwałych cechuje się dużo większą zmiennością niż dynamika konsumpcji dóbr nietrwałych⁷, a jej najwyższe wartości odpowiadają okresowi dobrej koniunktury między II kw. 2007 r. a III kw. 2008 r. Tempa wzrostu konsumpcji dóbr trwałych i nietrwałych są istotnie dodatnio skorelowane z tempem wzrostu spożycia indywidualnego⁸.

Dla konsumpcji dóbr nietrwałych od II kw. 2010 r. odnotowuje się w miarę stabilne tempo wzrostu (średnia dynamika roczna wyniosła 3,4%, w tym w III kw. 2011 r. 3,1%).⁹ Odmienne tendencje obserwuje się natomiast dla konsumpcji dóbr trwałego użytku, gdzie po wzroście jego dynamiki zapoczątkowanym w I kw. 2010 r., w I

kw. 2011 r. nastąpiło odwrócenie trendu. W III kw. 2011 r. tempo wzrostu konsumpcji dóbr trwałych wyniosło 3,7% i jest już tylko nieznacznie wyższe od tempa wzrostu konsumpcji dóbr nietrwałych.



Źródło: Szacunki własne Instytutu Ekonomicznego

Finansowanie konsumpcji

Po okresie ujemnych wartości zmian zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów konsumpcyjnych trwającego od IV kw. 2010 r., w III kw. 2011 r. odnotowano pewien wzrost (o prawie 1,8 mld złotych) tej kategorii. Wykorzystanie kredytu do finansowania konsumpcji, wyrażone jako relacja przyrostu zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych do spożycia indywidualnego wyniosło w III kw. 2011 r. 0,8%, po korekcie sezonowej. Wartość tej relacji, relatywnie wysoka w 2007 i 2008 roku (średnio 3,6%) od 2009 roku odznaczała się tendencją spadkową (por. Wykres 11). Dane za III kw. 2011 r. mogą jednak wskazywać na odwrócenie trendu i powrót zainteresowania gospodarstw domowych kredytami konsumpcyjnymi.

Pewien wpływ na kształtowanie się wykorzystania kredytów do finansowania konsumpcji mogły mieć czynniki pozostające poza swobodnymi decyzjami gospodarstw domowych, jak polityka kredytowa banków. Dane NBP¹⁰ wskazują, że w III kw. 2011 r. banki nie zmieniły kryteriów dot. przyznawania kredytów konsumpcyjnych, natomiast obniżyły marże kredytowe i pozaodsetkowe koszty kredytu oraz wydłużyły okres kredytowania.

⁵ Szeregi są szacowane przez IE na potrzeby bazy danych modelu NECMOD (a więc wykorzystywane są również w Projekcji inflacji i PKB). Roczna konsumpcja dóbr trwałego użytkowania nie jest publikowana, szacowana jest więc na podstawie 3-stopniowej Klasyfikacji Spożycia Indywidualnego według Celu (COICOP, dane EUROSTATu). Udziały konsumpcji dóbr trwałego użytkowania w poszczególnych kategoriach określono na podstawie badania J. Jalava i I. K. Kavonius (2007) *Durable goods and their effect on household saving ratios in the euro area*, European Central Bank Working Paper, nr 755. Następnie, za pomocą danych o wyższej częstotliwości (wybrane kategorie sprzedaży detalicznej oraz spożycia indywidualnego ogółem) szacunki roczne przekształcono metodą Chow-Lina na dane kwartalne. Zastosowana procedura rozkwartalizowania pozwala również na oszacowanie wartości dla okresów, dla których niedostępne są jeszcze dane roczne. Konsumpcję dóbr nietrwałych i usług otrzymuje się natomiast jako wartość rezydualną, po odjęciu konsumpcji dóbr trwałego użytkowania od spożycia indywidualnego ogółem.

⁶ Oszacowania konsumpcji dóbr trwałych począwszy od III kw. 2009 są skorygowane w dół w porównaniu z danymi prezentowanymi w notatce z poprzedniego kwartału. Korekta ta jest wynikiem ponownego oszacowania tych wartości w oparciu o nowo dostępne dane (w szczególności publikację przez EUROSTAT danych rocznych o kategoriach spożycia za rok 2010).

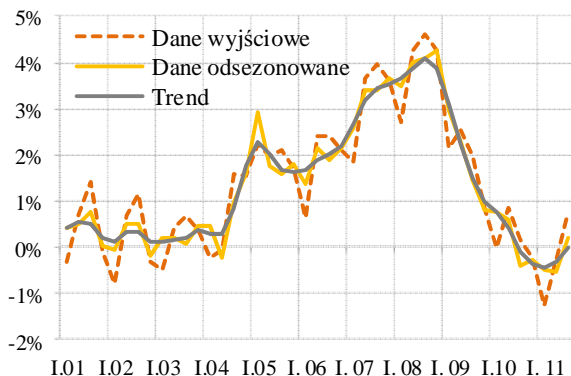
⁷ Dynamika konsumpcji dóbr trwałych cechuje się 4,2 razy większą zmiennością niż dynamika spożycia indywidualnego. Odchylenie standardowe dynamiki konsumpcji dóbr nietrwałych jest natomiast nieznacznie niższe (o ok. 10%) od odchylenia standardowego dynamiki spożycia indywidualnego.

⁸ Współczynniki korelacji między dynamiką konsumpcji dóbr trwałych a dynamiką spożycia indywidualnego wynosi 0,74. Konsumpcja dóbr nietrwałych stanowi ponad 90% spożycia, nie dziwi więc wysoka (0,97) wartość współczynnika korelacji również między tymi zmiennymi.

⁹ Tempa wzrostu komponentów konsumpcji obliczane są na podstawie danych odsezonowanych. Dla porównania, dynamika spożycia indywidualnego w III kw. 2011 r. wyniosła po korekcie sezonowej 3,2% r/r.

¹⁰Sytuacja na rynku kredytowym; wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kwartał 2011 r.

Wykres 11
 Udział przyrostu kredytów konsumpcyjnych w spożyciu indywidualnym GD (stopień wykorzystania kredytu do finansowania konsumpcji)



Źródło: Statystyka monetarna NBP oraz dane GUS, (odsezonowanie własne)

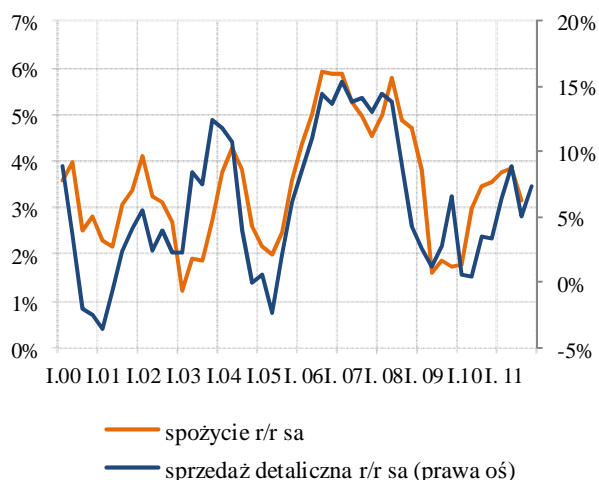
Perspektywy dla spożycia

Obserwuje się zarówno pozytywne, jak i negatywne, sygnały co do kształtowania się spożycia indywidualnego w najbliższym kwartale. Negatywnie należy ocenić wyraźny spadek nastrojów konsumenckich w IV kwartale 2011 r. (por. ankieta GUS *Badania Kondycji Gospodarstw Domowych*). Jednakże, pogorszenie się nastrojów konsumenckich w IV kw. było silniejsze w przypadku odczuć dotyczących przyszłości niż oceny okresu bieżącego. W szczególności, wskaźnik oceniający, czy jest dobry czas na dokonywanie poważnych zakupów, który (jak wynika z analizy IE¹¹) najlepiej spośród pozostałych wskaźników koniunktury pokazuje kierunki zmian przyszłej konsumpcji indywidualnej, odnotował nawet nieznaczną poprawę w porównaniu z poprzednim kwartałem. Zasadniczo jednak, od początku 2011 r. obserwuje się stosunkowo wysoki poziom niepewności konsumentów, w szczególności w porównaniu z latami 2007-2008.

Silniej niż wskaźniki koniunktury konsumenckiej ze spożyciem indywidualnym powiązana jest sprzedaż detaliczna towarów (por. przytoczona wcześniej analiza IE). Od IV kw. 2010 r. dla sprzedaży detalicznej obserwuje się wysokie tempo wzrostu (wzrost w ujęciu realnym o 7,1% r/r w III kw. 2011 r.; o 6,9% r/r w IV kw. 2011 r.), co powinno sprzyjać utrzymaniu się wysokiej dynamiki spożycia indywidualnego (por. Wykres 12).

Wykres 12

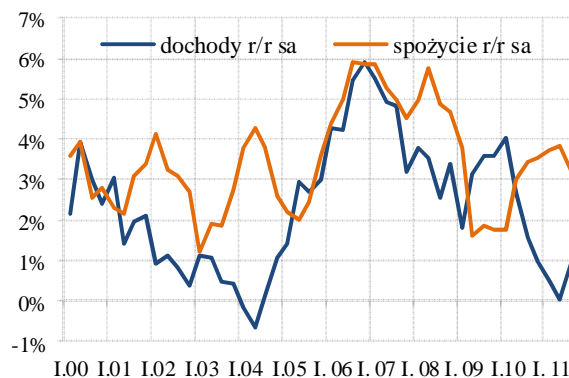
Dynamiki r/r realnego spożycia indywidualnego i sprzedaży detalicznej w cenach stałych, dane odsezonowane



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Wykres 13

Dynamiki r/r realnego spożycia indywidualnego i dochodów do dyspozycji, dane odsezonowane



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Tempa wzrostu dochodów do dyspozycji brutto (por. Wykres 13) oraz dochodów z pracy najemnej w III kw. były jednak wyraźnie niższe niż tempo wzrostu spożycia indywidualnego. Stąd też, obserwowany w ostatnim kwartale, pozytywny sygnał w postaci zahamowania malejących trendów dynamik dochodów do dyspozycji brutto i dochodów z pracy najemnej może nie być wystarczający do utrzymania wysokiego tempa wzrostu spożycia indywidualnego w najbliższym kwartale. Ponadto, od trzech kwartałów obserwuje się malejący trend dynamiki konsumpcji dóbr trwałych.

¹¹Zależności pomiędzy spożyciem indywidualnym a sprzedażą detaliczną i wskaźnikami koniunktury konsumenckiej omówione zostały w notatce M. Gradzewicza *Własności cykliczne sprzedaży detalicznej i wskaźników koniunktury konsumenckiej w kontekście ich powiązań ze spożyciem indywidualnym*.

Oszczędności i inwestycje w sektorze gospodarstw domowych

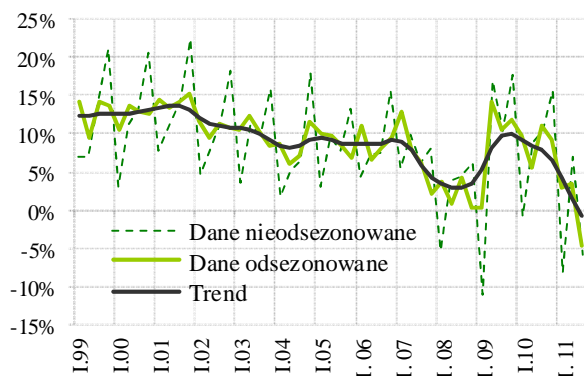
Oszczędności gospodarstw domowych w III kwartale 2011 roku były ujemne i wyniosły -14,2 mld zł wobec dodatnich oszczędności o wartości 16,7 mld zł w poprzednim kwartale. Po korekcie sezonowej wartość oszczędności nadal plasowała się poniżej zera (-10,9 mld zł), a w rezultacie kontynuowany był trend spadkowy tej kategorii.

W III kw. 2011 r. **stopa oszczędzania**, stanowiąca relację oszczędności brutto gospodarstw domowych do ich dochodów do dyspozycji, wyniosła -5,9%, wobec 6,9 % w II kw. 2011 r., a w ujęciu rocznym spadła o 16,3 pp. (por. Wykres 14). Stopa oszczędzania skorygowana o czynniki sezonowe wyniosła -4,6% (3,3% w II kw. 2011 r.).

Znaczny spadek stopy oszczędzania w III kw. 2011 r. wynikał z ujemnej korekty z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych (FE), które stanowią istotną część oszczędności gospodarstw domowych. Bez uwzględnienia korekty o FE oszczędności gospodarstw domowych okazały się być dodatnie oraz po korekcie sezonowej ich udział w dochodach brutto gospodarstw domowych był wyższy niż w poprzednim kwartale. W Ramce 2 znajduje się szczegółowa analiza wpływu korekty o FE na kształtowanie się i wielkość stopy oszczędzania.

Wykres 14

Stopa oszczędzania gospodarstw domowych (w relacji do dochodów)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Ramka 1 Oszczędności w różnych sektorach gospodarki

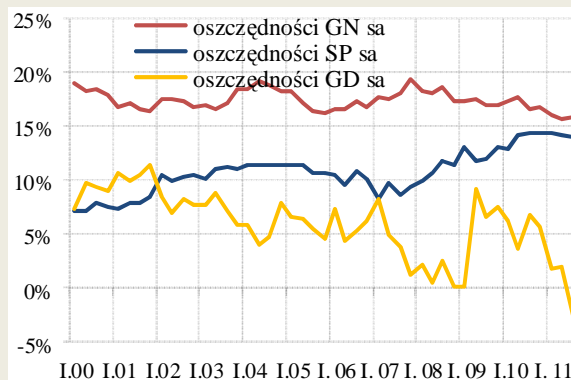
Relacja oszczędności w całej gospodarce do PKB w III kw. 2011 r. wyniosła 15,9% (po eliminacji wahań sezonowych) i od 2008 roku cechuje się trendem spadkowym, głównie ze względu na malejące oszczędności sektora

gospodarstw domowych (por. Wykres 15). Spadek oszczędności gospodarstw domowych był częściowo rekompensowany przez wzrost oszczędności w sektorze przedsiębiorstw. Jednakże, od II kw. 2010 r. udział oszczędności sektora przedsiębiorstw w PKB był w miarę stały w czasie (po korekcie sezonowej wynosił średnio 14,3% w okresie II kw. 2010 r. – III kw. 2011 r. oraz 14,1% w III kw. 2011 r.). Dla sektora gospodarstw domowych relacja oszczędności do PKB w III kw. 2011 r. wyniosła -2,9% (sa).

Ponadto, sektor przedsiębiorstw, sektor instytucji finansowych i ubezpieczeniowych oraz sektor instytucji rządowych i samorządowych w III kw. 2011 r. wygenerowały odpowiednio 64%, 26% i 10% dodatnich oszczędności ogółem.

Wykres 15

Relacja pomiędzy oszczędnościami w sektorach gospodarki narodowej (GN) a PKB (dane odsezonowane)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Ramka 2 Stopa oszczędności a korekta z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych (FE)

Poniższa analiza ma na celu oszacowanie wpływu korekty z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych (w skrócie korekty o FE) na kształtowanie się i wielkość stopy oszczędzania.

Na podstawie tożsamości z kwartalnych rachunków niefinansowych dla sektora gospodarstw domowych¹², dla każdego okresu t zachodzi

$$DD_t + FE_t = CONS_t + S_t,$$

gdzie DD_t to dochód do dyspozycji brutto gospodarstw domowych, $CONS_t$ - spożycie prywatne, S_t - oszczędności, a FE_t - korekta o FE. Stąd też stopę oszczędzania, która z definicji wyraża się jako stosunek oszczędności do dochodów do dyspozycji, można przedstawić w następujący sposób:

$$s_t = \frac{DD_t + FE_t - CONS_t}{DD_t} = \underbrace{\frac{DD_t - CONS_t}{DD_t}}_I + \underbrace{\frac{FE_t}{DD_t}}_II$$

Pierwszy czynnik tej dekompozycji (I) mierzy udział oszczędności gospodarstw domowych oczyszczony z korekty o FE w dochodach GD, natomiast drugi (II) stanowi tę część stopy oszczędności, która jest generowana przez zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych.

Choć wielkość korekty o FE ma niewielkie znaczenie na tle wielkości dochodów do dyspozycji, to jednak jej udział w oszczędnościach jest znaczący i w latach 200-2010 wyniósł średnio 36% wartości oszczędności. Ponadto, jej udział w oszczędnościach gospodarstw domowych istotnie zwiększył się w czasie (por. *Tablica R1*), co było konsekwencją m.in. rosnących dochodów z pracy oraz z prowadzenia pozarolniczej działalności gospodarczej w połączeniu z przeciętnie wyższym tempem wzrostu spożycia w porównaniu z tempem wzrostu dochodów do dyspozycji (czyli procesu odpowiedzialnego za malejącą tendencję stopy oszczędności).

Stopa oszczędzania gospodarstw domowych bez uwzględnienia korekty o FE (pierwszy człon dekompozycji) w okresie od 2000-2003 zmniejszyła się ponad dwukrotnie (por. *Wykres R1*, *Wykres R2* *Tablica R2*), następnie w latach 2004-2007 utrzymywała się na w miarę stałym poziomie (średnio 4,9%). Po obniżeniu się tego wskaźnika o ponad 2 pp. w 2008 roku, na początku 2009 wrócił on do poprzedniego poziomu, a od 2010 roku cechuje się malejącym trendem. Generalnie, długookresowe tendencje stopy oszczędzania i „stopy oszczędzania oczyszczonej z korekty o FE” są zgodne (współczynnik korelacji między tymi miarami wynosi 0,74), korekta o FE istotnie zmieniała jednak skalę wahań stopy oszczędności, szczególnie w okresie 2007-2010, kiedy następowały istotne wahania wyceny rynkowych aktywów finansowych.

Tablica R2

Udział korekty z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych w oszczędnościach gospodarstw domowych

2000-2010 36%	2005-2010 52%	2010 61%
------------------	------------------	-------------

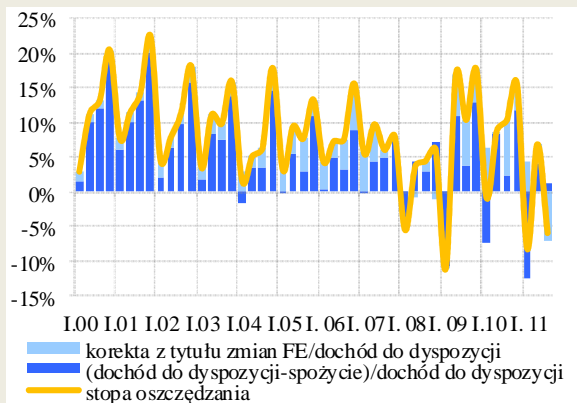
Tablica R3
Średnie dla wyrażenia
(dochód do dyspozycji-spożycie)/dochód do dyspozycji

2000-2010 6,3%	2004-2007 4,9%	2010 3,5%	2011 I-III -2,1%
-------------------	-------------------	--------------	---------------------

¹² Łącznie z sektorem instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych

Wykres R1

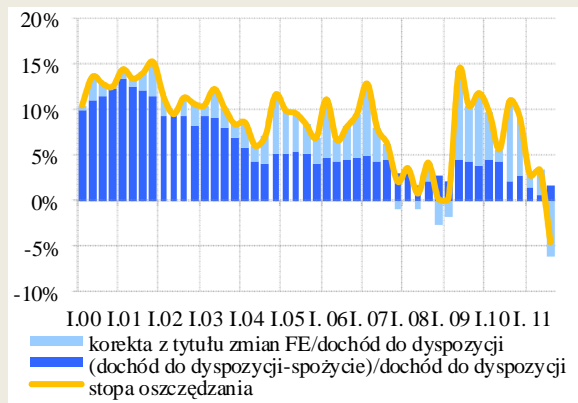
Dekompozycja stopy oszczędzania na część wynikającą z korekty zmian w FE i pozostałą, dane surowe



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Wykres R2

Dekompozycja stopy oszczędzania na część wynikającą z korekty zmian w FE i pozostałą, dane odsezonowane



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

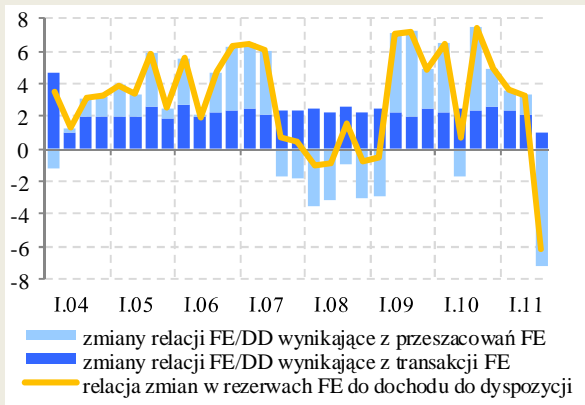
Czy można zatem oszacować istotność zmian w wycenie aktywów finansowych składających się na rezerwy funduszy emerytalnych? Choć nie jest to możliwe bezpośrednio na podstawie danych z rachunków narodowych, to jednak można się tutaj posłużyć analogicznymi danymi z kwartalnych rachunków finansowych (a dokładniej pozycji *rezerwy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne*). Dają one możliwość dekompozycji zmian wartości kwartalnego stanu bilansowego poszczególnych rodzajów aktywów na: wynikające ze zrealizowanych transakcji oraz spowodowane zmianami o charakterze nietransakcyjnym, w tym przeszacowaniami związanymi ze zmianą ceny aktywów lub kursu walutowego. Przedstawione poniżej ćwiczenie zostało wykonane przy założeniu proporcjonalności zmian pomiędzy dwoma źródłami danych, choć warto tu wspomnieć, że dane o wartości korekty FE, zawarte w rachunkach niefinansowych oraz w rachunkach finansowych są bardzo zbliżone (przy korelacji na poziomie 0,98).

Wyniki tej dekompozycji (por. *Wykres R3*) wskazują, że transakcje związane ze zmianą rezerwy ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych kształtują się bardzo stabilnie w czasie, konsekwentnie prowadząc do zwiększenia stanu tego aktywów finansowego będącego w posiadaniu gospodarstw domowych. Część transakcyjna korekty o FE nie wykazuje ponadto wyraźnej zmienności koniunkturalnej. Z kolei dużo bardziej zmienny jest komponent nietransakcyjny, związany z wyceną aktywów finansowych. W tym przypadku widać też wyraźną zależność procykliczną, związaną również z giełdową wyceną aktywów finansowych, szczególnie w okresie 2007-2010. Zatem wskazana wcześniej podwyższona zmienność stopy oszczędności w tym okresie wydaje się częściowo związana z zachowaniem się nietransakcyjnej części korekty o FE.

Warto również przyjrzeć się ostatniemu okresowi poddanemu analizie (III kw. 2011 r.), w którym nastąpił silny spadek korekty o FE. Przeprowadzona analiza wskazuje (por. *Wykres R3*), że częściowo na ten spadek złożyły się przeprowadzone w tym czasie zmiany w systemie emerytalnym (a dokładniej ograniczenie składki przekazywanej przez ZUS do OFE), ale w dużo większym stopniu na ujemną korektę o FE wpływ miało negatywny efekt związany z wyceną wartości aktywów trzymanych w rezerwach ubezpieczeniowych.

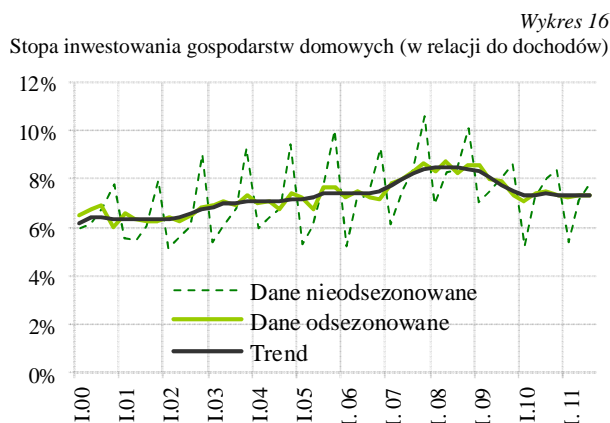
Wykres R3

Źródła zmian w relacji korekty o FE do dochodów do dyspozycji.
Dekompozycja na podstawie kwartalnych rachunków finansowych
(dane surowe)



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS i NBP

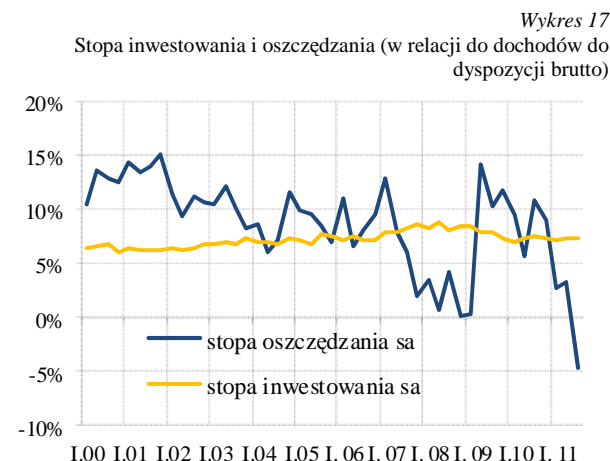
W III kw. 2011 r. dynamika realnych nakładów brutto na środki trwałe w sektorze gospodarstw domowych ukształtowała się na poziomie 2,5% r/r (-0,4% r/r sa, (por. *Tablica 2.1*). Po wykluczeniu czynników sezonowych wartość realnych nakładów okazała się być o 0,5% niższa niż w poprzednim kwartale, a dane wskazują na stabilizację tej kategorii.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Stopa inwestowania w sektorze gospodarstw domowych, czyli relacja nakładów brutto na środki trwałe do dochodów do dyspozycji brutto, w III kw. 2011 r. wynosiła 7,9% (7,3% po korekcie sezonowej, por. *Wykres 16*) i tym samym była o 0,1 pp. niższa niż w III kw. 2010 r. Od IV kw. 2009 roku stopa ta kształtuje się na w miarę stabilnym poziomie 7,1-7,5% dla wartości odsezonowanych.

Po uwzględnieniu sezonowości, stopa inwestowania od I kw. 2011 r. utrzymuje się na poziomie wyższym niż stopa oszczędzania (por. *Wykres 17*). Kontynuacja tendencji spadkowej stopy oszczędzania przy utrzymaniu się stabilnego poziomu stopy inwestowania skutkować będzie wzrostem zadłużenia netto sektora gospodarstw domowych wobec innych sektorów gospodarki.



Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych GUS

Aktywa i zobowiązania finansowe gospodarstw domowych na podstawie kwartalnych rachunków finansowych

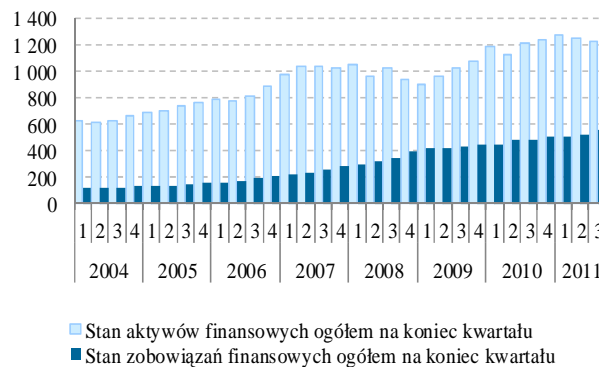
Aktywa

W III kw. 2011 r. obniżył się stan aktywów finansowych gospodarstw domowych, łącznie o 24,6 mld zł (o 2,0%) w porównaniu z końcem II kw. 2011 r. do wartości 1.223,5 mld zł. W ujęciu rocznym aktywa te przyrosły o kwotę 13,1 mld zł (wzrost o 1,1% r/r), tj. znacznie wolniej niż w ostatnich kwartałach (por. *Wykres 18*).

Spadek stanu aktywów nastąpił na skutek przeciwstawnych tendencji: z jednej strony zwiększenia transakcji realizowanych przez GD, z drugiej - spadku wartości rynkowej posiadanych aktywów oraz innych zmian wolumenu (por. *Wykres 19*). por. *Tablica 2.1 Aneksu 2. - Zestawienie danych statystycznych*.

Przeprowadzone przez gospodarstwa domowe w ciągu III kw. 2011r. transakcje finansowe zwiększyły wielkość ich aktywów łącznie o 10,0 mld zł. Skala przyrostu była ponad czterokrotnie słabsza niż przed rokiem, kiedy to w III kwartale gospodarstwa domowe powiększyły swoje oszczędności o 45,3 mld zł.

Wykres 18
Stany aktywów i zobowiązań finansowych

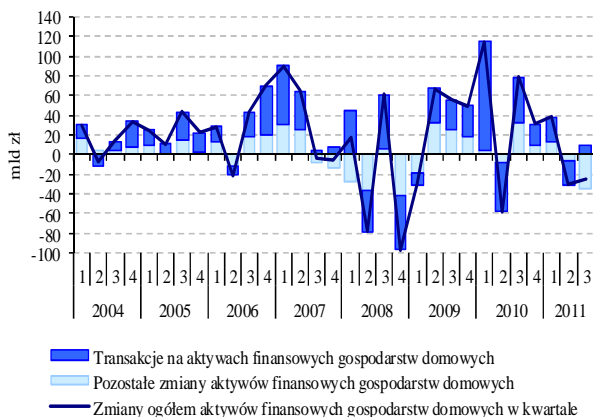


Źródło: Kwartałne rachunki finansowe, NBP

Do wzrostu transakcji w aktywach gospodarstw domowych przyczynić się mógł niewielki wzrost realnych dochodów do dyspozycji, odbudowany po dwóch poprzednich kwartałach ich spadku. Pewną rolę mogły odgrywać również (choć głównie kształtując część pozatransakcyjną zmiany aktywów) czynniki związane z sytuacją na giełdzie oraz na zewnętrznych rynkach finansowych, a także kształtowaniem się kursu walutowego. Istotny wpływ na transakcje wywierało także upowszechnianie się i urozmaicanie przez banki

ofert depozytowych pozwalających unikać opodatkowania zysków z oszczędności gromadzonych w bankach.

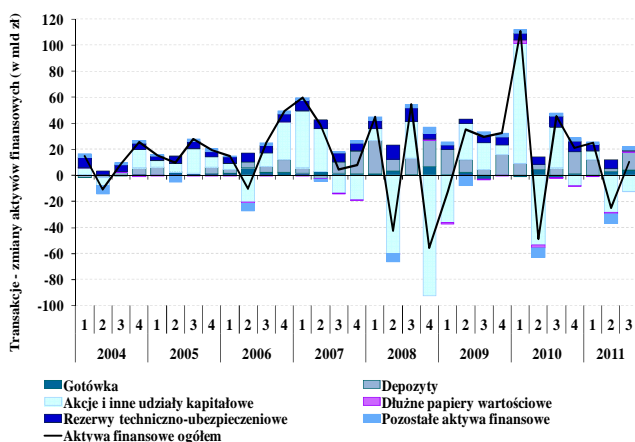
Wykres 19
Struktura kwartalnych zmian wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych (w mld zł)



Źródło: Kwartalne rachunki finansowe, NBP

Różnokierunkowe zmiany transakcji dokonywanych przez gospodarstwa domowe (por. Wykres 20) i silne przeszacowania wartości poszczególnych rodzajów aktywów finansowych w okresie minionego roku utrwaliły obserwowane od IV kw. 2008 r. tendencje zmian w strukturze aktywów finansowych. W końcu III kw. 2011 r., w porównaniu ze stanem z końca III kw. 2010 r., w ogólnym stanie aktywów finansowych nastąpiło zwiększenie udziału w nich depozytów bankowych, przy ograniczeniu udziału akcji i innych udziałów kapitałowych.

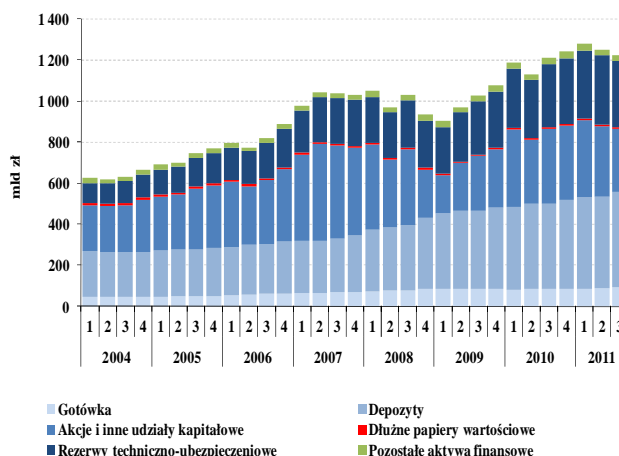
Wykres 20
Kwartalne zmiany transakcji na aktywach finansowych gospodarstw domowych wg rodzajów (w mld zł)



Źródło: Kwartalne rachunki finansowe, NBP

W końcu III kw. 2011 r. udział depozytów bankowych wzrósł do 37,9% (przed rokiem 34,3%), udział akcji i innych udziałów kapitałowych spadł do 25,4% (rok wcześniej 30,2%), a odsetek inwestycji w produkty ubezpieczeniowe zwiększył się do 26,2% (przed rokiem 25,4%, por. Wykres 21).

Wykres 21
Struktura stanów aktywów finansowych sektora GD



Źródło: Kwartalne rachunki finansowe, NBP

W III kw. 2011 r. gospodarstwa domowe kontynuowały proces ograniczania swojego zaangażowania w inwestycje finansowe o wysokim stopniu ryzyka. Przeprowadzone przez GD transakcje zredukowały ich aktywa ulokowane w **akcjach i innych udziałach kapitałowych** o kwotę 12,3 mld zł, wobec ich ograniczenia o kwotę 28,3 mld zł w kwartale poprzedzającym.

Sytuacja na giełdzie w tym okresie, mimo ruchów prywatyzacyjnych, w tym m.in. debiutu giełdowego spółki JSW, nie zachęcała do zwiększania zaangażowania gospodarstw domowych w inwestycje o zwiększonym poziomie ryzyka. W skali III kwartału 2011 r. nastąpił głęboki spadek indeksu WIG (o -21,0%) po nieznacznym tylko spadku (o 0,6%) w II kw. 2011 r. W tych warunkach wartość aktywów ulokowanych w akcjach i udziałach kapitałowych silnie obniżyła także pozostałe zmiany ich wartości, wynikające z różnic zachodzących w ciągu kwartału w wycenie akcji spółek (a wraz z nimi jednostek funduszy inwestycyjnych) oraz innych zmian wolumenu. Na koniec III kw. 2011 r. obniżyły one stan aktywów ulokowanych w akcjach o 19,3 mld zł, czyli o 6,2% wartości tych aktywów z końca III kw. 2011 r.

Stan bilansowy akcji i innych udziałów kapitałowych na koniec III kw. 2011 r. osiągnął

wartość 310,7 mld zł, niższą o 15,1% niż przed rokiem i o 9,2% niż w końcu poprzedzającego kwartału.

W ciągu III kw. 2011 r., gospodarstwa domowe ulokowały w formie **depozytów bankowych** łącznie 13,2 mld zł, czyli ponad pięciokrotnie więcej niż w kwartale poprzednim, w którym zanotowano jeden z względnie niskich w historii przyrostów (o 2,4 mld zł). Nasilające się zainteresowanie gospodarstw domowych depozytami, było wzmacniane przez upowszechnianie się i urozmaicenie przez banki ofert depozytowych pozwalających unikać opodatkowania zysków z oszczędności gromadzonych w bankach w warunkach utrzymującej się od pewnego czasu na relatywnie wysokim poziomie stopy inflacji. Czynnikiem wzmagającym preferowanie lokat bankowych było także obniżanie się wartości środków finansowych lokowanych poza systemem bankowym, głównie w akcjach i w jednostkach funduszy inwestycyjnych, wskutek pogarszającej się wyceny ich wartości.

W końcu III kw. 2011 r. stan depozytów bankowych GD osiągnął kwotę 463,7 mld zł, wyższą o 3,9% niż przed kwartałem i o 11,6% niż rok wcześniej.

W ciągu III kw. 2011 r. zasoby **pieniądza gotówkowego** znajdującego się w posiadaniu gospodarstw domowych przyrosły o 4,3 mld zł, po ich umiarkowanym wzroście w II kw. 2011 r., a wobec spadku o 1,6 mld zł w analogicznym kwartale rok wcześniej. Stan gotówki w obiegu na koniec III kw. 2011 r. wyniósł 92,4 mld zł, tj. zwiększył się o 4,9% w stosunku do II kw. 2011 r., przekraczając jednocześnie poziom sprzed roku o 8,8%.

W III kw. 2011 r. po raz pierwszy od I kw. 2010 r. wzrosło zainteresowanie gospodarstw domowych lokowaniem aktywów finansowych w **dłużnych papierach wartościowych**. Nowe inwestycje w papiery dłużne wyniosły 1,1 mld zł, i w całości dotyczyły transakcji długoterminowych, również kosztem niewielkiej redukcji papierów o krótkich terminach. Należy przypuszczać, że wpłynęła na to niewątpliwie potrzeba zabezpieczenia się GD przed dalszym spadkiem wartości aktywów. Stan papierów dłużnych na koniec kwartału osiągnął poziom 7,1 mld zł, przyrastając w porównaniu do końca II kw. 2011 r. o 21,0% i niemal powrócił do poziomu sprzed roku (7,2 mld zł).

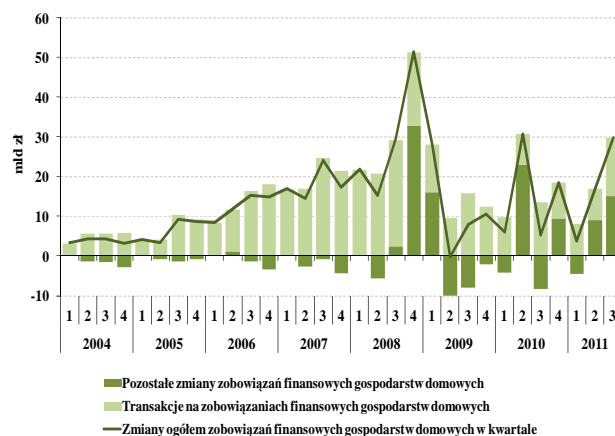
W III kw. 2011 r. nastąpiło niewielkie tylko zwiększenie transakcji w **kapitałowe systemy ubezpieczeń społecznych**. Zmiany, jakie nastąpiły w tym obszarze, miały związek z reformą rozdysponowania składek emerytalnych, w wyniku której nastąpiło ustawowe ograniczenie składki przeznaczanej dotychczas na OFE i przekierowanie większej jej części do ZUS. W konsekwencji dopływ środków z tytułu utworzonych rezerw w funduszach emerytalnych i ubezpieczeniach na życie zmalał do kwoty zaledwie 1,0 mld zł, wobec 6,9 mld zł przed kwartałem i 8,2 mld zł przed rokiem.

W końcu III kw. 2011 r. łączny stan rezerw ubezpieczeniowych i kapitałowych sektora GD sięgał kwoty 320,5 mld zł, stanowiąc drugą pod względem wartości - po depozytach - pozycję w łącznym stanie aktywów finansowych GD. Ich stan obniżył się o 5,5% w porównaniu z końcem poprzedniego kwartału i były o 4,1% wyższe niż przed rokiem. Wpłynęły na to głównie negatywne efekty przeszacowań ich wartości (por. *Ramka 2*)

Zobowiązania

W III kw. 2011 r. łączne transakcje gospodarstw domowych zrealizowane w ramach **zobowiązań finansowych** osiągnęły kwotę 14,6 mld zł, co oznaczało wzrost o 7,4% w ujęciu rocznym. Wartość bilansową zadłużenia gospodarstw domowych na koniec III kw. 2011 r. podwyższyły dodatkowo o 15,2 mld zł (czyli o 2,7% stanu zobowiązań z końca III kw. 2011 r.) skutki finansowe przeszacowań, spowodowanych różnicami kursowymi (przy istotnej deprecjacji PLN względem walut, w których wyceniana jest część kredytów) oraz innych zmian wolumenu (por. *Wykres 22*).

Wykres 22
Struktura kwartalnych zmian wartości zobowiązań finansowych gospodarstw domowych

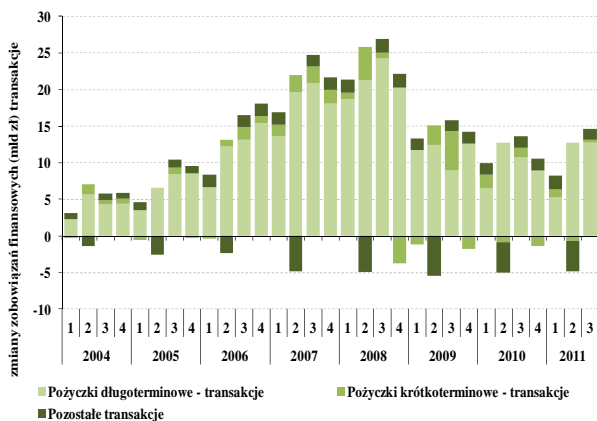


Źródło: Kwartalne rachunki finansowe, NBP

W końcu III kw. 2011 r. łączny stan zobowiązań finansowych sektora gospodarstw domowych powiększył się w porównaniu z II kw. 2011 r. o 5,7% (o 29,8 mld zł). W ujęciu rocznym zadłużenie przyrosło o 14,3%, tj. o 69,1 mld zł. Stan zobowiązań finansowych gospodarstw domowych na koniec III kw. 2011 r. sięgnął 554,3 mld zł.

Widoczne na podstawie powyższych danych finansowych ożywienie na rynku kredytów dla gospodarstw domowych znalazło potwierdzenie w wynikach badania sytuacji na rynku kredytowym¹³. Wskazują one na odnotowany przez banki wzrost popytu na kredyty, zarówno mieszkaniowe, jak i konsumpcyjne. Wyniki ankiety wskazują, że banki prowadziły politykę niezastrzania (w ujęciu netto) kryteriów kredytowych dla kredytów konsumpcyjnych, oraz wydłużenie okresu kredytowania gospodarstw domowych. Jednocześnie dla podtrzymania odradzającego się popytu w odniesieniu do kredytów mieszkaniowych stosowano politykę nieznacznej zastrzania warunków i kryteriów, przy obniżce pozaodsetkowych kosztów kredytu i pobieranych marż.

Wykres 23
Kwartalne zmiany zobowiązań finansowych gospodarstw domowych wg rodzajów (w mld zł)



Źródło: Kwartalne rachunki finansowe, NBP

W ciągu III kw. 2011 r. gospodarstwa domowe zawarły transakcje na podstawowy rodzaj zobowiązań finansowych, czyli **pożyczki i kredyty** w łącznej kwocie 13,1 mld zł, o 9,0% wyższej niż przed kwartałem. Na koniec III kw. 2011 r. stan pożyczek i kredytów wynosił 545,0 mld zł.

Transakcje finansowe z tytułu **kredytów i pożyczek długoterminowych**, w ciągu III kw. 2011r. osiągnęły wartość 12,7 mld zł, taką samą jak przed kwartałem (por. Wykres 23). Wciąż jednak średni kwartalny przyrost kredytów długoterminowych w 2011 r. (10,2 mld zł) wskazuje na ograniczony popyt na kredyty, wobec ich średnich kwartalnych wartości występujących w okresie lat 2007-2010 (ok. 15,1 mld zł). Obserwowane w ostatnich latach wyhamowanie popytu na kredyty długoterminowe udzielane na budownictwo mieszkaniowe miało swoje źródło zarówno w stopniowym osłabianiu się dynamiki dochodów GD, jak też w zaostrzaniu warunków udzielania kredytów długoterminowych przez banki, m.in. w następstwie wprowadzania kolejnych rekomendacji nadzorczych.

Transakcje na kredytach krótkoterminowych¹⁴ nadal pozostawały pod wpływem zmiennych tendencji, zapoczątkowanych na przełomie lat 2008/2009. Po spadku o 0,7 mld zł w II kw. 2011r., **kredyty i pożyczki** zaciągnięte przez gospodarstwa domowe **na krótkie okresy (do 1 roku)** ponownie wzrosły w III kw. 2011 r. o kwotę 0,4 mld zł. Średni kwartalny przyrost kredytów krótkoterminowych w 2011 r. wyniósł ok. 0,3 mld zł, tj. minimalnie więcej niż rok wcześniej i był od średnio ponad trzykrotnie mniejszy od ich średnich wartości z lat 2007-2010 w wysokości 1,0 mld zł.

Pozycja finansowa

Pozycja finansowa gospodarstw domowych wskazuje, że po osiągnięciu w I kw. 2011 r. najwyższego od III kw. 2007 r. poziomu relacji aktywów finansowych gospodarstw domowych do ich dochodów do dyspozycji (140%), w kolejnych kwartałach wykazywała ona stopniowy spadek do niespełna 131% w III kw. 2011 r. Było to konsekwencją słabszej dynamiki aktywów względem dynamiki dochodów do dyspozycji.

Jednocześnie wskaźnik zadłużenia gospodarstw domowych względem ich dochodów do dyspozycji podniósł się z 55% w I kw. 2011 r. do 59% w III kw., wskazując na przyspieszanie tempa narastania zadłużenia GD w stosunku do dynamiki dochodów do dyspozycji.

¹⁴ Do grupy tej zaliczane są zobowiązania związane z korzystaniem z kart kredytowych oraz zaciąganiem krótkoterminowych kredytów na cele konsumpcyjne. Obejmują one oprócz kredytów bankowych również inne rodzaje pożyczek udzielanych przez podmioty niebankowe, realizowanych na podstawie kodeksu cywilnego.

¹³Sytuacja na rynku kredytowym; wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, IV kwartał 2011 r.

Można zatem przyjąć, że między I kw., a III kw. 2011 r. pozycja finansowa gospodarstw domowych uległa relatywnemu pogorszeniu. Wskaźnik stanu aktywów do zannualizowanych dochodów obniżył się w tym okresie o 9,1 pp., natomiast stanu zobowiązań finansowych zwiększył się o 3,7 pp.

Aktywa i zobowiązania finansowe gospodarstw domowych - perspektywy (na podstawie statystyki monetarnej)

Pomimo odmiennego ujęcia – pod względem metodologii i zakresu - od danych z rachunków finansowych (z grupy rachunków akumulacji, wg ESA'95), również dane ze *statystyki monetarnej* NBP, zarazem jedyne dostępne w cyklu miesięcznym źródła bieżących danych o inwestycjach finansowych i zadłużeniu GD, mogą być pomocne w:

- określeniu kierunków zmian zachodzących w aktywach i pasywach gospodarstw domowych w następnych kwartałach,
- określeniu bardziej szczegółowych, niż wynika to z kompleksowych rachunków finansowych, kierunków zmian zachodzących w strukturze i dynamice aktywów i zobowiązań finansowych gospodarstw domowych.

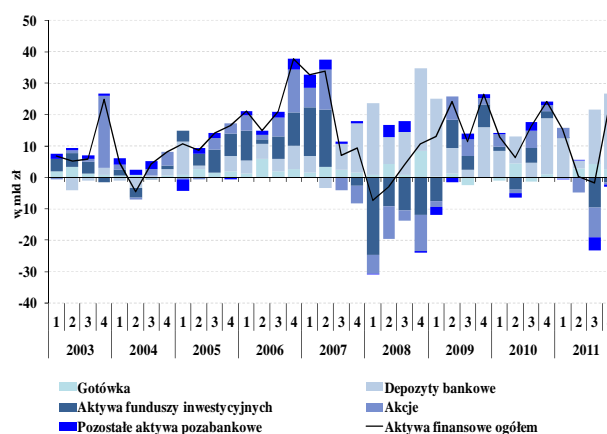
Aktywa

W IV kw. 2011 r. *aktywa finansowe* gospodarstw domowych wykazały najwyższy przyrost z występujących w 2011 r., co jest rozkładem typowym dla większości ostatnich lat, począwszy od 2004 r. Ten wzrost aktywów był zarazem zbliżony wielkością do występującego przed rokiem i tylko nieco niższy od przyrostu sprzed dwóch lat (por. Wykres 24, Tablica 2.3 w *Aneksie 2 - Zestawienie danych statystycznych*).

Podstawowym źródłem zwiększenia aktywów w IV kw. 2011 r. okazał się silny wzrost *depozytów* - aktywów finansowych gromadzonych przez gospodarstwa domowe w bankach.

Banki pozyskały w IV kw. 2011 r. środki głównie w postaci *depozytów terminowych na okresy do 2 lat*. Równocześnie wystąpił mniejszy, stanowiący ok. 1/3 przyrostu lokat krótkoterminowych przyrost środków gromadzonych przez gospodarstwa domowe na rachunkach bieżących (por. Wykres 25).

Wykres 24
Struktura kwartalnych zmian stanów aktywów finansowych gospodarstw domowych (w mld zł)

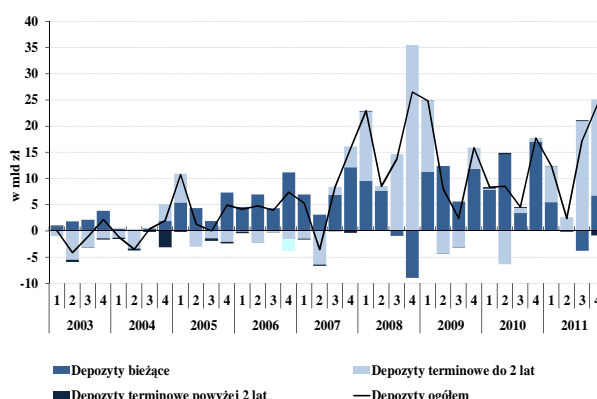


Źródło: Statystyka monetarna, NBP

W przeciwieństwie do poprzedniego kwartału, w którym miał miejsce masowy odwrót od aktywów pozabankowych, w IV kw. 2011 r. wystąpiły niewielkie tylko spadki aktywów lokowanych na giełdzie, w akcjach spółek pozagiełdowych, w funduszach inwestycyjnych i w kapitałowych funduszach ubezpieczeniowych.

W IV kw. 2011 r. nastąpił także dość znaczny przyrost środków utrzymywanych w formie *gotówki*. Sytuacja taka występowała dotychczas raczej rzadko w ostatnim kwartale roku, typowe w tym okresie były zazwyczaj niewielkie tylko zwiększenie zasobów gotówkowych.

Wykres 25
Kwartalne zmiany stanów depozytów gospodarstw domowych wg długości okresów lokat (mld zł)



Źródło: Statystyka monetarna, NBP

Zobowiązania

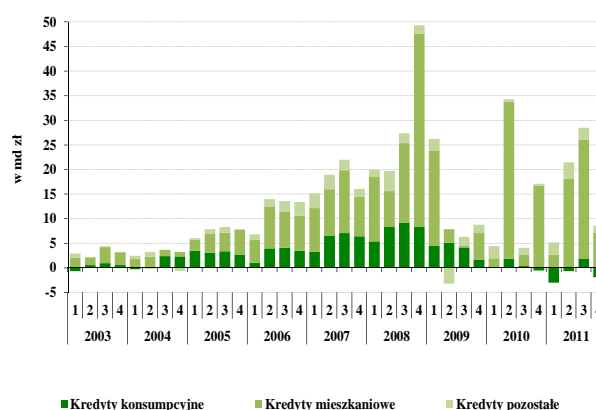
Przyrost *zobowiązań finansowych* gospodarstw domowych w IV kw., zwłaszcza na tle II i III kwartału 2011 r., był stosunkowo niewielki. Dane monetarne wskazują, że łączny

przyrost zadłużenia stanowił ok. ¼ wielkości przyrostu z poprzedniego kwartału oraz niespełna 40% wzrostu sprzed roku. Ocenia się, że przyrost stanu zadłużenia w IV kw. 2011 r. w zdecydowanej większości wynikał ze zrealizowanego wzrostu popytu na kredyty. Skutki różnic kursowych¹⁵ w łącznym przyroście zadłużenia odgrywały w tym kwartale niewielką rolę, a ich wpływ - wg szacunków - nie przekroczył kilkunastu procent. Po ich wyeliminowaniu, przyrost w IV kw. 2011 r. okazał się o połowę niższy od występującego przed kwartałem, jak również dwukrotnie niższy od jego wielkości sprzed roku (por. *Tablica 2.3 w Aneksie 2 - Zestawienie danych statystycznych*).

Struktura zmian zadłużenia GD wg rodzajów kredytów (por. *Wykres 26*) wskazuje, że dominującym czynnikiem w IV kw. 2011 r. był przyrost **kredytów mieszkaniowych**, przewyższający ogólny wzrost zadłużenia. Jego wzrost był jednak niemal trzykrotnie niższy niż w poprzednim kwartale. Po wzroście **kredytów konsumpcyjnych** w III kw., w IV kw. ponownie nastąpił ich spadek. Odbywało się to w IV kw. 2011 r. w warunkach zaostrzenia polityki kredytowej, po raz pierwszy od kilku kwartałów, czemu towarzyszyło podwyższenie marż. W odniesieniu do kredytów mieszkaniowych banki zaostrzyły również inne warunki udzielania kredytów, dot. m.in. wymaganych zabezpieczeń oraz wymaganego udziału własnego. Warunki udzielania kredytów konsumpcyjnych w IV kw. 2011 r. zostały przez banki nieznacznie złagodzone.¹⁶

W ciągu IV kw. 2011 r. zwiększyły się też pozostałe kredyty, ale ich wzrost okazał się niższy od występujących w poprzednich kwartałach roku.

Wykres 26
Struktura kwartalnych zmian stanów zadłużenia gospodarstw domowych wg rodzajów (mld zł)



Źródło: Statystyka monetarna, NBP

¹⁵ Por. pkt 8 w *Aneksie 1 – Uwagi metodyczne*

¹⁶Sytuacja na rynku kredytowym; wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, I kwartał 2012 r.

Zatwierdził

Dyrektor Biura
Przedsiębiorstw, Gospodarstw
Domowych i Rynków

Michał Gradzewicz

**Z-ca Dyrektora
Generalnego Instytutu
Ekonomicznego**

Jacek Kotłowski

ANEKS 1 - Uwagi metodyczne

1. Sektor gospodarstw domowych – wg ESA`95: 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 celów statystyk międzynarodowych (Eurostat, OECD, IMF, WB, a także GUS) w skład sektora gospodarstw domowych wchodzi 2 sektory: kat. S.14 *Gospodarstwa domowe* oraz kat. S.15 *Sektor instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych*.

2. Począwszy od II kwartału 2011 r. w Notatce przyjmuje się poszerzoną definicję sektora gospodarstw domowych, zgodną z zakresem podmiotowym stosowanym dla potrzeb statystyk międzynarodowych. Konsekwencją tego była konieczność ujednoczenia zakresów podmiotowych dla wszystkich kategorii ekonomicznych stosowanych w statystyce rachunków narodowych niefinansowych i finansowych ze statystyką monetarną.

Włączony do sektora gospodarstw domowych sektor instytucji niekomercyjnych działających na rzecz gospodarstw domowych stanowi w przypadku dochodów do dyspozycji brutto ok. 2% ogólnych dochodów połączonych sektorów: S.14 i S.15

3 W Rachunku wykorzystania nominalnych dochodów w sektorze gospodarstw domowych (GD) uwzględnia się pozycję *Korekta z tytułu zmiany udziałów netto w rezerwach funduszy emerytalnych*. Zgodnie z metodologią rachunków finansowych, gospodarstwa domowe są posiadaczami rezerw prywatnych kapitałowych systemów ubezpieczeń społecznych. Wspomniana *Korekta...* pokazuje wielkość zmian w rezerwach ubezpieczeniowych (prywatnych kapitałowych systemach ubezpieczeń społecznych), od których gospodarstwa domowe mają określone roszczenia. Taka pozycja korygująca jest niezbędna w celu uzgodnienia wielkości oszczędności GD w rachunkach niefinansowych ze zmianami ich udziałów netto w rezerwach funduszy emerytalnych, rejestrowanych w rachunkach finansowych.

Korekta... obliczana jest jako różnica między wartością faktycznych składek na ubezpieczenie społeczne (w odniesieniu do płatności emerytalnych) wpłaconych przez gospodarstwa domowe do prywatnych kapitałowych systemów ubezpieczeń społecznych, powiększoną o uzupełnienia do składek płaconych od dochodów z tytułu własności przypisanych posiadaczom polis ubezpieczeniowych, a wartością opłat poniesionych za usługi ubezpieczeniowe i emerytur wypłaconych w formie świadczeń z prywatnych kapitałowych systemów ubezpieczeń społecznych.

W *Tablicy 2.1, (Aneks - Zestawienie danych statystycznych)*, wiersz 2., odnosi się do dochodów GD, czyli bieżących dochodów do dyspozycji brutto powiększonych o zmiany w rezerwach funduszy ubezpieczeń społecznych (funduszy emerytalnych), które - zgodnie z ESA 95 - traktowane są, jako znajdujące się we wspólnym posiadaniu gospodarstw domowych. Powiększenie pozycji *Dochody do dyspozycji brutto* o wielkość *Korekty z tytułu zmiany udziałów netto w rezerwach funduszy emerytalnych* umożliwia zbilansowanie rachunku wykorzystania dochodów w sektorze gospodarstw domowych, zgodnie z metodologią rachunków narodowych.

4. 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 inwestycję, 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.

5. 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 wskaźników cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI). Wyjątkiem jest kategoria: spożycie indywidualne (z dochodów osobistych gospodarstw domowych), dla którego wskaźnik dynamiki w cenach stałych pochodzi z danych GUS.

6. W notatce przyjmuje się wąską definicję stopy oszczędzania, która wyraża się jako relacja oszczędności gospodarstw domowych do dochodów do dyspozycji brutto. Znajdujące się w *Tablicy 2.1, (Aneks - Zestawienie danych statystycznych)*, wartości dla stopy oszczędzania w szerszej definicji obliczane są jako iloraz oszczędności gospodarstw domowych i dochodów do dyspozycji brutto powiększonych o korektę OFE.

7. 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. Daje to możliwość określenia jedynie podstawowych proporcji w rachunku niefinansowym sektora GD za okresy kwartalne. Jest jednak niewystarczające do analizy zmian zachodzących w strukturze ich oszczędności.

8. Zakres pochodzących z tych statystyk danych liczbowych jest jednak niewystarczający do sporządzenia pełnego a zarazem szczegółowego i jednolitego rachunku kapitałowego za okresy kwartalne, zgodnie z metodologią ESA'95, gdyż:

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

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

- Z jednej strony korzystano z kwartalnych rachunków finansowych sektorów instytucjonalnych opracowywanych w NBP. Rachunki te sporządzane są wg metodologii systemu rachunków narodowych ESA'95, aczkolwiek dotychczas nie nastąpiło jednoznaczne uzgodnienie danych z rachunków finansowych z rachunkami niefinansowymi GUS. Zastosowane w nich rozwiązania wprowadzają poszerzoną, wg wymogów prezentacyjnych Eurostatu, definicję sektora gospodarstw domowych, stosowaną przy porównaniach międzynarodowych, zgodnie z którą wliczane są do tego sektora również instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych. Takie ujęcie – jedyne dostępne dla okresów kwartalnych, w którym nie jest

przewidziane wyodrębnienie danych statystycznych dla każdego z tych sektorów – powoduje niepełną zgodność zakresu podmiotowego sektora GD z pozostałymi częściami analizy, w których dane dotyczą wyłącznie sektora gospodarstw domowych. Mimo to kwartalne rachunki finansowe opracowywane wg metodologii i definicji przedmiotowych obowiązujących w ESA'95 również w obecnej postaci stanowią metodologicznie spójne źródło danych informujące o przybliżonej strukturze rachunku finansowego sektora GD.

- Jako drugie źródło do analizy wykorzystano dane pochodzące ze *statystyki monetarnej i finansowej NBP* (dostępne w końcu pierwszego miesiąca po miesiącu sprawozdawczym). Zawiera ona m.in. dane o stanach pieniądza gotówkowego 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.

10. Stany aktywów i zadłużenia finansowego w *statystyce monetarnej i finansowej NBP* wyrażone są w walucie krajowej, stąd też uwzględniają one również skutki zmian kursów walutowych (różnic kursowych). Jest to szczególnie istotne w odniesieniu do zadłużenia gospodarstw domowych, w którym znaczny odsetek kredytów, zwłaszcza długoterminowych kredytów hipotecznych na cele mieszkaniowe, udzielana jest w walutach obcych. W okresach deprecjacji złotego skutkuje to silnym dodatkowym wzrostem zadłużenia, które nie jest związane z faktycznym rozwojem akcji kredytowej.

W *statystyce rachunków finansowych*, sporządzanych na bazie transakcji (zmian zachodzących w okresie) skutki różnic kursowych nie powodują zmian wartości kredytów i pożyczek. Różnice te są uwzględniane w innych pozycjach rachunku finansowego.

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

Dochody, spożycie i oszczędności gospodarstw domowych

Panel górny: dynamiki wybranych zmiennych z rachunku wykorzystania dochodów w ujęciu realnym.
 Panel dolny: stopa oszczędzania oraz stopa inwestowania (dane nieodsezonowane).

	<i>2000-2010</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2011</i>	<i>2011</i>
		<i>I-IV</i>	<i>I-III</i>	<i>III</i>	<i>IV</i>	<i>I</i>	<i>II</i>	<i>III</i>
Dochody do dyspozycji brutto	2,3	2,5	-0,2	2,0	2,6	-1,0	-1,2	1,6
Dochody do dyspozycji brutto łącznie z korektą FE	3,1	2,5	-4,9	3,5	1,5	-2,9	1,3	-12,7
Spożycie prywatne	3,3	3,1	3,4	3,7	3,7	3,9	3,6	2,8
Spożycie indywidualne	3,5	3,2	3,4	3,4	4,0	3,7	3,6	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	5,3	-1,2	3,0	3,3	2,5	5,6	1,7	2,5
CPI	3,4	2,6	4,2	2,2	2,9	3,8	4,6	4,1
<hr/>								
Stopa oszczędzania wąska	9,1	8,9	-2,1	10,4	15,6	-8,2	6,9	-5,9
Stopa oszczędzania szeroka	8,9	8,5	-2,1	9,6	15,0	-7,9	6,7	-6,4
Stopa inwestowania	8,4	8,8	6,9	8,0	8,4	5,4	7,2	7,9

Aneks 2 – zestawienie danych statystycznych

Tablica 2.2

Inwestycje finansowe i finansowanie gospodarstw domowych

(kwartalne zmiany - transakcje, stany na koniec kwartałów, w mld zł) wg statystyki kwartalnych rachunków finansowych NBP

Wyszczególnienie	2008		2009				2010				2011		
	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)													
<i>Aktywa</i>													
Aktywa finansowe ogółem, z tego	54,4	-55,7	-12,3	35,3	29,8	32,3	110,8	-48,7	45,3	20,9	25,0	-25,0	10,0
- gotówka	0,8	7,1	0,5	2,3	-2,9	0,2	-1,2	4,4	-1,6	1,3	-0,7	2,6	4,3
- depozyty ogółem	12,1	19,5	19,5	9,7	4,3	15,9	9,3	4,1	6,0	17,2	12,1	2,4	13,2
- dłużne papiery wartościowe	0,1	1,3	-1,1	-0,7	-0,6	-0,3	2,9	-2,1	-0,6	-0,2	-0,1	-1,4	1,1
- akcje i inne udziały kapitałowe	28,7	-92,4	-36,6	28,1	20,8	7,1	92,1	-53,3	31,2	-7,8	6,7	-28,3	-12,3
- rezerwy ubezpiecz. i fundusze emerytalne	9,9	4,4	3,2	3,0	5,3	6,0	4,7	5,5	8,2	7,8	4,9	6,9	1,0
-inne aktywa finansowe *(do otrzymania)	2,8	4,4	2,1	-7,0	3,0	3,3	2,9	-7,2	2,1	2,7	2,0	-7,3	2,6
<i>Pasywa</i>													
Zobowiązania finansowe ogółem, z tego	26,9	18,4	12,1	9,6	15,8	12,5	9,9	7,7	13,6	9,1	8,2	7,9	14,6
--pożyczki ogółem	25,0	16,6	10,5	15,1	14,3	10,9	8,4	11,9	12,0	7,5	6,4	12,0	13,1
- inne zobowiązania finansowe	1,9	1,9	1,6	-5,5	1,5	1,6	1,6	-4,2	1,6	1,6	1,8	-4,1	1,5
ZMIANY WARTOŚCI FINANSOWEJ NETTO – Saldo transakcji	27,5	-74,1	-24,4	25,7	14,0	19,8	100,8	-56,4	31,7	11,8	16,8	-32,9	-4,6
Rachunek pozostałych zmian (zmiany wolumenu i przeszacowania) (w mld zł)													
Aktywa finansowe ogółem	6,2	-41,0	-18,0	31,5	25,5	17,3	3,5	-9,0	32,8	9,8	13,0	-6,0	-34,7
Zobowiązania finansowe ogółem	2,4	32,9	16,0	-9,7	-7,9	-2,0	-4,0	23,1	-8,3	9,4	-4,4	9,1	15,2
POZOSTAŁE ZMIANY WARTOŚCI FINANSOWEJ NETTO – Saldo pozost. zmian	3,8	-73,9	-34,0	41,2	33,3	19,3	7,5	-32,1	41,1	0,4	17,4	-15,1	-49,8
Bilans zamknięcia - stany na koniec kwartału (w mld zł)													
<i>Aktywa</i>													
Aktywa finansowe, z tego	1 030,9	934,3	904,0	970,8	1 026,1	1 075,7	1 190,0	1 132,3	1 210,4	1 241,2	1 279,2	1 248,2	1 223,5
- gotówka	76,0	83,1	83,6	85,9	83,0	83,2	82,0	86,5	84,9	86,2	85,5	88,1	92,4
- depozyty ogółem	321,9	347,5	371,6	378,9	381,1	396,3	404,4	411,9	415,4	432,6	444,4	446,4	463,7
- dłużne papiery wartościowe	7,8	9,1	8,0	7,2	6,6	6,2	9,9	7,6	7,2	7,0	7,0	5,9	7,1
- akcje i inne udziały kapitałowe	367,7	236,4	183,6	233,3	269,1	287,6	374,4	313,0	366,1	362,0	379,0	342,3	310,7
- rezerwy ubezpiecz. i fundusze emerytalne	232,3	228,6	225,5	240,7	258,6	271,3	285,2	286,6	307,8	321,7	329,6	339,1	320,5
-inne aktywa finansowe *	25,2	29,6	31,7	24,7	27,7	31,1	34,0	26,8	28,9	31,6	33,6	26,3	29,0
<i>Pasywa</i>													
Zobowiązania finansowe, z tego	345,2	396,6	424,7	424,6	432,6	443,1	449,0	479,8	485,1	503,6	507,5	524,5	554,3
--pożyczki ogółem	336,7	386,2	412,8	418,2	424,6	433,6	437,9	472,9	476,6	493,6	495,6	516,7	545,0
- inne zobowiązania finansowe	8,4	10,3	11,9	6,4	7,9	9,5	11,0	6,9	8,5	10,1	11,9	7,7	9,2
WARTOŚĆ FINANSOWA NETTO = MAJĄTEK FINANSOWY NETTO – Saldo bilansu zamknięcia	685,7	537,7	479,3	546,2	593,5	632,6	741,0	652,5	725,3	737,5	771,7	723,7	669,3

- * W tym – kredyty i pożyczki krótko i długoterminowe, finansowe instrumenty pochodne i inne należności
- Źródło: NBP, Statystyka monetarna i finansowa; kwartalne rachunki finansowe - dane i szacunki pozostałych pozycji

Aneks 2 – zestawienie danych statystycznych

Tablica 2.3

**Podstawowe składniki aktywów i zadłużenie gospodarstw domowych
(kwartalne zmiany stanów, w mld zł)**

wg statystyki monetarnej i finansowej NBP

Aktywa finansowe wg rodzajów i zadłużenie	2008		2009				2010				2011			
							kwartały							
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
	zmiany stanów w mld zł													
Zmiany stanu aktywów finansowych	4,1	10,7	13,1	24,2	11,4	26,5	12,9	6,4	16,2	24,1	15,1	0,4	-1,8	23,7
Zmiany stanu gotówki w obiegu (+)	0,6	8,3	0,2	1,2	-2,6	0,1	-1,1	4,4	-1,4	1,0	-0,5	2,9	4,2	2,5
Zmiany stanów depozytów ogółem (+), z tego	13,7	26,5	24,8	8,0	2,4	15,8	8,3	8,5	4,5	17,7	12,4	2,4	17,3	24,2
- zmiany stanu bez różnic kursowych	12,4	20,4	20,2	10,3	4,6	16,4	9,4	5,2	6,9	17,7	12,7	2,8	13,2	23,6
- wpływ różnic kursowych	1,3	6,1	4,6	-2,3	-2,2	-0,6	-1,1	3,3	-2,4	0,0	-0,3	-0,4	4,1	0,6
Zmiany stanów aktywów finansowych lokowanych poza bankami (+), w tym:	-10,2	-24,1	-12,0	15,0	11,6	10,5	5,7	-6,5	13,0	5,4	3,1	-4,8	-23,3	-3,0
-- zmiany aktywów funduszy inwestycyjnych	-10,6	-12,1	-7,6	9,0	4,5	7,3	1,3	-3,8	4,7	2,4	0,2	-0,0	-9,8	-1,7
-- zmiany wartości akcji	-3,2	-11,6	-1,9	7,5	5,3	2,1	4,0	-1,3	5,5	1,7	3,1	-4,9	-9,4	-0,6
Zmiany stanu zadłużenia ogółem (-), z tego:	27,4	49,5	26,2	4,2	6,2	8,8	4,4	34,3	4,2	16,5	2,2	20,9	28,5	6,5
- zmiany stanu bez różnic kursowych	23,8	16,4	10,1	13,4	13,6	10,7	8,5	10,9	12,0	8,1	6,0	10,3	10,0	5,6
- wpływ różnic kursowych	3,6	33,1	16,1	-9,2	-7,4	-1,9	-4,1	23,4	-7,8	8,4	-3,8	10,6	18,5	0,9
Saldo zmian stanu aktywów i zadłużenia	-23,3	-38,9	-13,1	20,0	5,2	17,7	8,5	-27,8	12,0	7,6	12,9	-20,4	-30,3	17,2

Źródło: NBP - dane i szacunki pozostałych pozycji.