

OTOCZENIE MAKROEKONOMICZNE – ZAGADNIENIA ISTOTNE ZE WZGLĘDU NA FUNKCJONOWANIE INSTYTUCJI FINANSOWYCH W III KWARTALE 2024 ROKU

Sygn. PAB/WIB 23/2024



ISBN 978-83-973493-5-3

Raport opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości



PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY

O raporcie

Raport „**Otoczenie makroekonomiczne – zagadnienia istotne ze względu na funkcjonowanie instytucji finansowych w III kwartale 2024 roku**” został opracowany na zlecenie Programu Analityczno-Badawczego Fundacji Warszawski Instytut Bankowości.

Autorzy

Raport przygotowany przez zespół w składzie:

Kamil Sobolewski, CFA , FR M

– główny ekonomista Pracodawców RP, prezes zarządu Cogito ergo sum sp. z o.o., wiceprzewodniczący rady nadzorczej PFR TFI SA, członek m.in. zespołów Rady Dialogu Społecznego, komitetu monitorującego KPO, rady rynku pracy, zespołu ds. polskiej prezydencji w UE przy KPRM. Profesjonalny inwestor, zarządzał aktywami do 40 mld zł. Absolwent m.in. studiów doktoranckich w INE PAN, studiów dla wyższych kadr menedżerskich w IMD w Lozannie, studiów magisterskich na SGH oraz Polsko-Niemieckiego Forum Akademickiego.

Grzegorz Zatryb

– absolwent WNE UW, profesjonalny inwestor, zawodowo od lat związany z branżą funduszy inwestycyjnych i emerytalnych.

dr Tomasz Pawlonka

– Dyrektor Zespołu Badań i Analiz, Związek Banków Polskich, Dyrektor Programu Analityczno-Badawczego Warszawskiego Instytutu Bankowości, adiunkt w Katedrze Finansów SGGW w Warszawie. Doktor nauk ekonomicznych. Realizuje prace nad warunkami rozwoju sektora bankowego, z uwzględnieniem środowiska makroekonomicznego i regulacyjnego, zagadnień struktury rynku finansowego i finansowania gospodarki. Posiada praktyczne doświadczenia analityczne w zakresie sektora bankowego ze szczególnym uwzględnieniem bankowości spółdzielczej. Od samego początku związany z Programem Analityczno-Badawczym WIB, którego pracami kieruje od marca 2024 r. Doświadczony prelegent i autor ponad 40 publikacji, w tym czterech monografii. Adiunkt w Katedrze Finansów Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. Wieloletni doświadczony nauczyciel akademicki. Jego działalność naukowodydaktyczna skoncentrowana jest na bankowości, finansach behawioralnych oraz zarządzaniu finansami przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem przedsiębiorstw agrobiznesu.

Agnieszka Nierodka

– ekonomista, Doradca Zarządu w Zespole Badań i Analiz Związku Banków Polskich, specjalizuje się w zagadnieniach dotyczących rozwoju rynku hipotecznego i nieruchomości, refinansowania kredytów hipotecznych, ochrony konsumenta oraz prawa europejskiego. Doświadczony prelegent i autor publikacji dot. rozwoju bankowości hipotecznej i rynku listów zastawnych, ochrony konsumenta oraz skuteczności obowiązków informacyjnych wobec konsumenta.

Bartosz Przyborowski

– finansista, specjalista w Zespole Badań i Analiz Związku Banków Polskich, specjalista w Programie Analityczno-Badawczym Warszawskiego Instytutu Bankowości. Realizuje prace związane z warunkami funkcjonowania sektora bankowego, analizą sytuacji makroekonomicznej i warunków dla zwiększenia wzrostu gospodarczego. Dzięki doświadczeniu audytorskiemu posiada szerokie doświadczenie w analizie finansowej oraz sprawozdawczości przedsiębiorstw z wielu branż. Absolwent Katedry Finansów, Instytutu Ekonomii i Finansów SGGW w Warszawie.

dr hab. Czesław Lipiński

– analityk finansowy związany z bankowością komercyjną od 1992 r., pracując na stanowiskach od specjalisty ds. analiz do dyrektora Departamentu Planowania i Analiz Ekonomicznych, a w okresie 2015–2021 na stanowisku eksperta w Bankowym Funduszu Gwarancyjnym. Równolegle wieloletni pracownik naukowy i nauczyciel akademicki (Uniwersytet Łódzki 1976–2000 i ponownie od 2021, Salezjańska Wyższa Szkoła Ekonomii i Zarządzania w Łodzi 1997–2017, Społeczna Akademia Nauk w Łodzi 2011–2020), stypendysta Fundacji im. A. Humboldta oraz asystent badawczy w Katedrze Statystyki i Ekonometrii Fernuniversitaet Hagen w Niemczech 1990–1992). Autor lub współautor ponad 50 publikacji naukowych i 60 niepublikowanych opracowań z dziedziny metod ilościowych w ekonomii w ramach resortowych i centralnych programów badawczych oraz badań własnych, a także licznych niepublikowanych prac analitycznych do użytku wewnętrznego. Promotor ponad 170 prac licencjackich i magisterskich z dziedziny finansów i ekonomiki banków.

dr Wojciech Zatoń

– FRM, doradca inwestycyjny (nr licencji 727). Adiunkt w Katedrze Bankowości Centralnej i Pośrednictwa Finansowego Uniwersytetu Łódzkiego, wcześniej w Katedrze Ekonometrii UŁ. Zajmuje się wykonywaniem analiz statystycznych, ekonometrycznych, finansowych w obszarze makroekonomii, mikroekonomii i rynków finansowych. Autor i współautor około 50 autorskich i współautorskich publikacji naukowych w dziedzinie ekonometrii i rynków finansowych. Wykładowca w zakresie rynków finansowych, zarządzania ryzykiem, modelowania danych finansowych i analizy finansowej. Redaktor statystyczny czasopisma naukowego *Finanse i Prawo Finansowe*. Wielokrotny laureat Konkursu NBP i Rzeczypospolitej na Najlepszego Analityka Makroekonomicznego.

Mirosław Gronicki

– minister finansów w rządzie Marka Belki w latach 2004-05. Od 1987 do 1993 był zatrudniony w zagranicznych instytucjach naukowych, m.in. na University of Pennsylvania w Filadelfii, Uniwersytecie Karola w Pradze oraz w ICESAD w Kitakyushu. Pracował w organizacjach międzynarodowych, tj. Bank Światowy, ONZ i UE, zajmował się również consultingiem.

Po powrocie do Polski był m.in. makroekonomistą w Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową w Gdańsku, współpracownikiem Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, w której uczestniczył w kilku projektach badawczych dotyczących analiz makroekonomicznych oraz prognoz dla Polski, Ukrainy, Gruzji i Kirgistanu. W latach 2000-2004 pełnił funkcję głównego ekonomisty Banku Millennium S.A. W latach 2006-18 pracował jako doradca w zagranicznych instytucjach finansowych, w tym w banku Goldman Sachs. W 2010 prezydent RP Lech Kaczyński powołał go na członka Narodowej Rady Rozwoju. Aktualnie prowadzi działalność doradczą.

O programie

Program Analityczno-Badawczy przy Fundacji WIB powstał w 2019 r. jako odpowiedź na potrzeby sektora bankowego w zakresie wysokiej jakości analiz i badań z obszaru cyberbezpieczeństwa i nowych technologii, a także szeroko rozumianego otoczenia sektora bankowego, kształtującego warunki działania banków w Polsce. Prace analityczno-badawcze w ramach programu realizowane są pod kątem możliwości praktycznego wykorzystania wyników w celu rozwoju sektora bankowego, podnoszenia poziomu bezpieczeństwa usług oraz – w ostateczności – kreowania wartości dla klientów – końcowych użytkowników bankowości.

W ramach programu realizowane są analizy i badania w następujących obszarach:

-  Nowe technologie w sektorze bankowym, cyberbezpieczeństwo banków i systemy płatnicze
-  Ekonomiczna analiza rozwoju sektora bankowego, stabilności banków, otoczenia makroekonomicznego
-  Prawno-regulacyjne i legislacyjne uwarunkowania działalności sektora bankowego oraz wyzwania wynikające z orzecznictwa sądów krajowych i europejskich
-  ESG i sustainable finance
-  Prace analityczno-badawcze w zakresie poszczególnych obszarów funkcjonowania banków oraz w zakresie funkcjonowania wskaźników referencyjnych

Więcej na temat działalności programu na stronie www.pabwib.pl

Kontakt

dr Tomasz Pawlonka
Dyrektor Programu
m: 505 917 778
e: tpawlonka@wib.org.pl

Warszawski Instytut Bankowości
00-380 Warszawa, ul. Kruczkowskiego 8
t: (22) 182 31 70
e: pab@wib.org.pl

Agnieszka Nierodka
m: 607 484 391
e: anierodka@wib.org.pl

dr Agnieszka Wicha
m: 661 646 474
e: agnieszka.wicha@zbp.pl

Bartosz Przyborowski
m: 795 933 104
e: bartosz.przyborowski@zbp.pl

Spis treści

1.	Otoczenie makroekonomiczne - zagadnienia istotne ze względu na funkcjonowanie instytucji finansowych w III kwartale 2024 roku	7
1.1.	Gospodarka światowa	8
1.2.	Najważniejsze elementy sytuacji gospodarczej Polski	12
1.3.	Czynniki kształtujące PKB i jego perspektywy	14
1.3.1	Inwestycje	16
1.3.2	Przemysł i budownictwo	19
1.3.3	Sprzedaż detaliczna	23
1.3.4	Handel zagraniczny i bilans płatniczy	24
1.4.	Inflacja i polityka pieniężna	27
1.5.	Polityka fiskalna i gospodarcza	33
1.6.	Sektor bankowy: zdolność do finansowania gospodarki i zagrożenia	35
2.	SYTUACJA SEKTORA BANKOWEGO W III KWARTALE 2024 R.	40
	Wprowadzenie	41
2.1.	Wyniki sektora bankowego w III kwartale 2024 r.	42
2.2.	Wybrane dane bilansowe sektora bankowego po III kwartale 2024 r.	62
2.3.	Sytuacja na rynku nieruchomości	79
	Podsumowanie	90

3.	SYMULACJA WYNIKU FINANSOWEGO BANKÓW Z UWZGLĘDNIENIEM CZYNNIKÓW MAKROEKONOMICZNYCH ORAZ ZEWNĘTRZNYCH OBCIĄŻEŃ REGULACYJNYCH I FISKALNYCH W ROKU 2024	92
4.	FINANSOWANIE INWESTYCJI PRZEZ SEKTOR BANKOWY WOBEC POTRZEB POLSKIEJ GOSPODARKI I WYZWAŃ MAKROEKONOMICZNYCH	110
	Wstęp	111
	4.1. Krótka historia polskiego cyklu koniunkturalnego	111
	I Spowolnienie (2001-02) i jego przyczyny	
	II Spowolnienie (2008-09) i jego przyczyny	
	III Spowolnienie (2012-13; after-shock po WLK)	
	IV Spowolnienie (2020-23) okres turbulencji	
	4.2. Oszczędności krajowe a inwestycje	116
	4.3. Struktura rodzajowa nakładów inwestycyjnych	117
	4.4. Źródła finansowania inwestycji	118
	Zakończenie	121
	Bibliografia i źródła statystyczne	123
	Załącznik	124

1. Otoczenie makroekonomiczne – zagadnienia istotne ze względu na funkcjonowanie instytucji finansowych w III kwartale 2024 roku



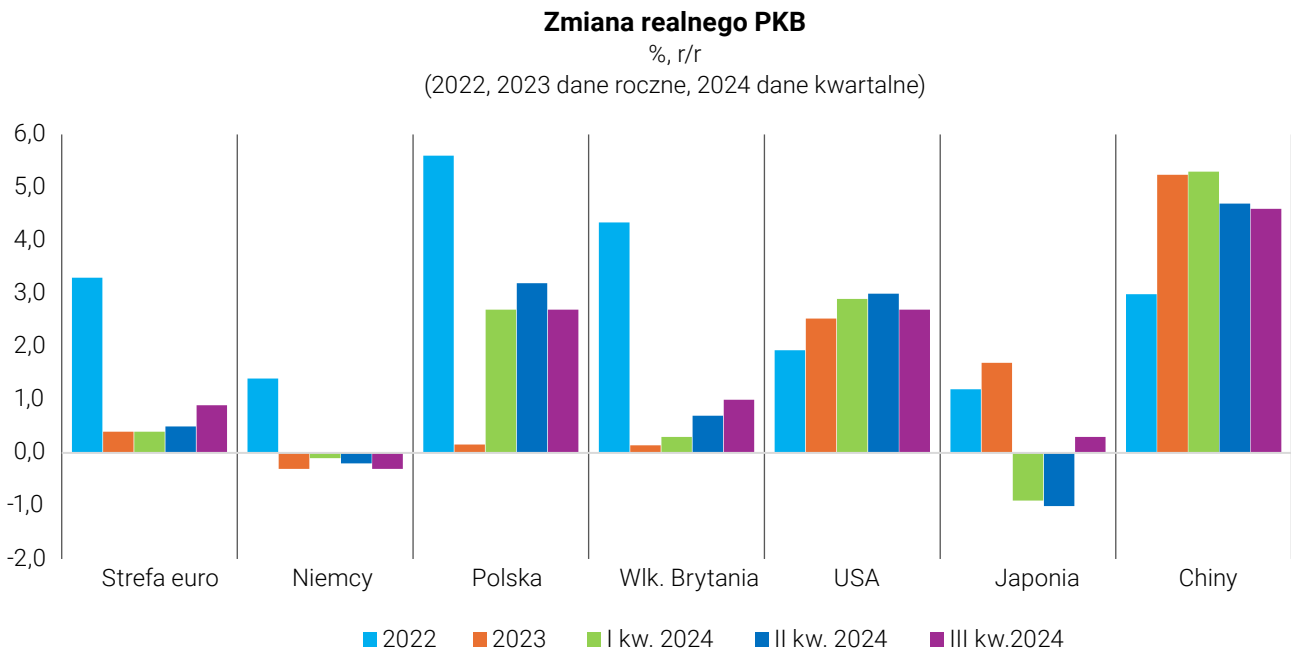


1.1. Gospodarka światowa

Trzeci kwartał 2024 roku nie przyniósł istotnych zmian w dynamice najważniejszych gospodarek. Tempo wzrostu PKB było podobne jak w II kwartale. Uwagę zwraca przyspieszenie gospodarki japońskiej, która w omawianym kwartale w koń-

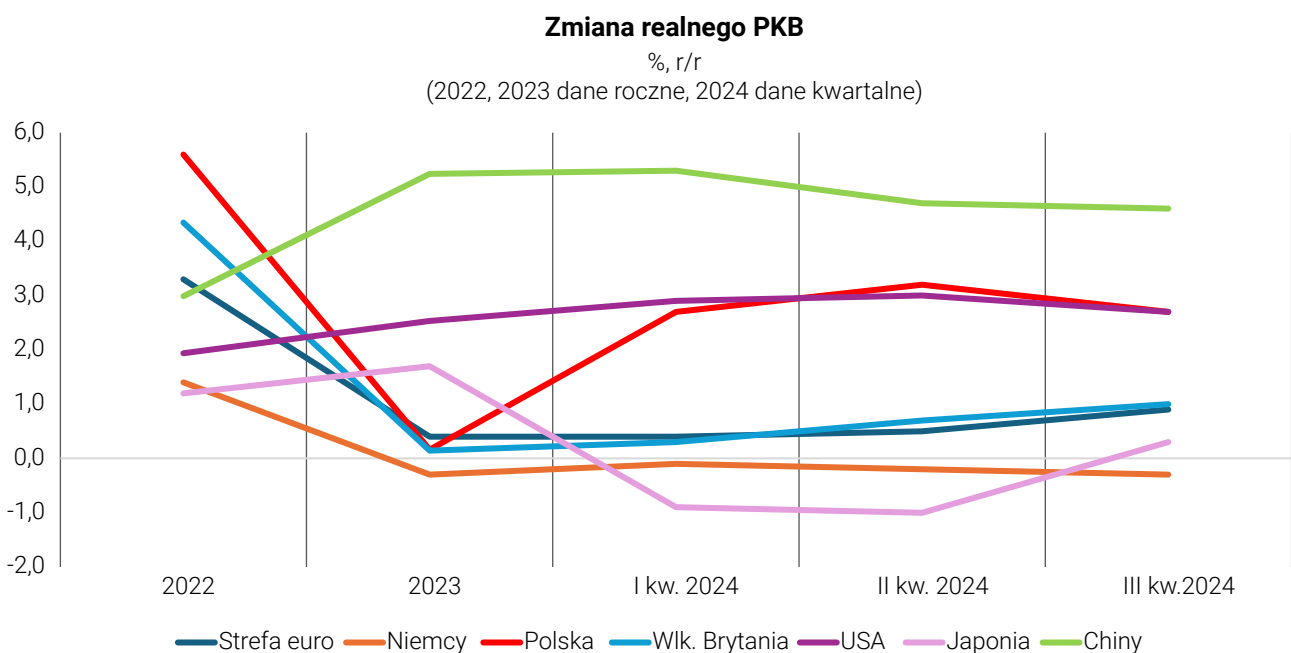
cu wzrosła. Także zagregowany PKB strefy euro pokazał wyższą dynamikę niż kwartał wcześniej. Stało się tak pomimo coraz gorszej kondycji największej z tych gospodarek - niemieckiej. Jako, że jest ona największym partnerem handlowym Polski ma to istotne znaczenie dla perspektyw naszej gospodarki.

Wykres 1: Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tradingeconomics.com

Wykres 2: Wzrost gospodarczy w wybranych gospodarkach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tradingeconomics.com

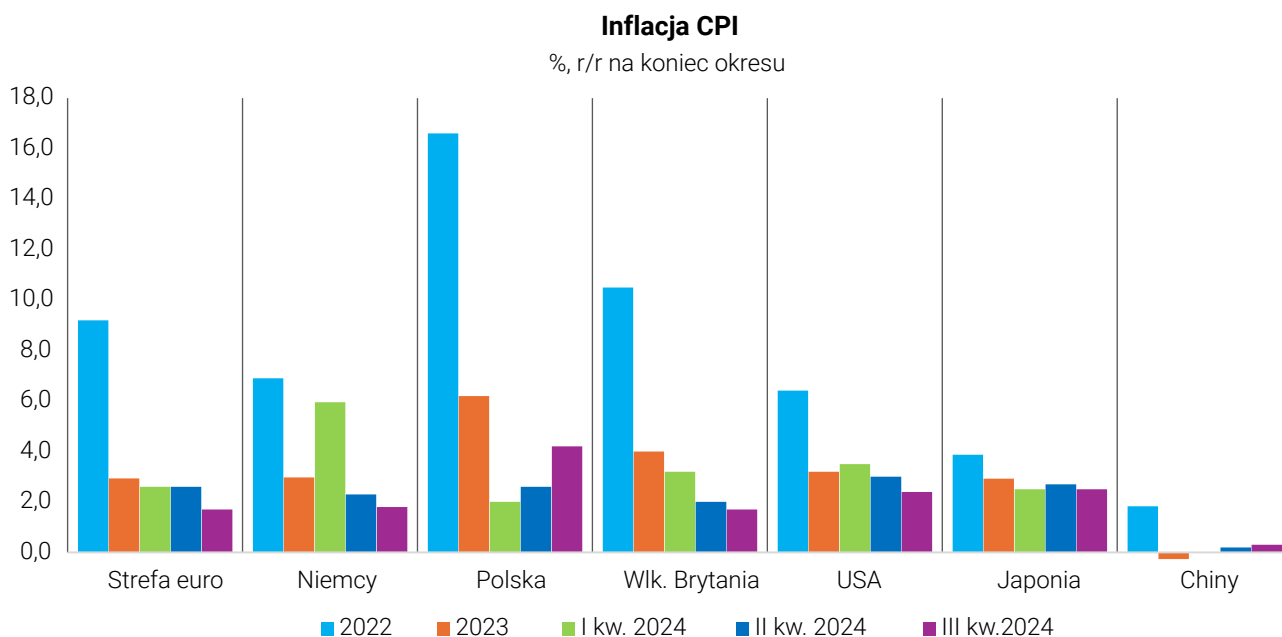


Pozytywne trendy PKB wspierały sytuację na rynku pracy i z wyjątkiem Chin i Wielkiej Brytanii, we wszystkich najważniejszych gospodarkach bezrobocie spadało lub pozostało na takim samym poziomie. Mimo to spadek inflacji miał charakter globalny, z wyjątkiem Chin, gdzie nastąpiło niewielkie przyspieszenie inflacji. Trzeba jednak wziąć pod

uwagę, że od 2023 roku ceny detaliczne w tym kraju nie rosły.

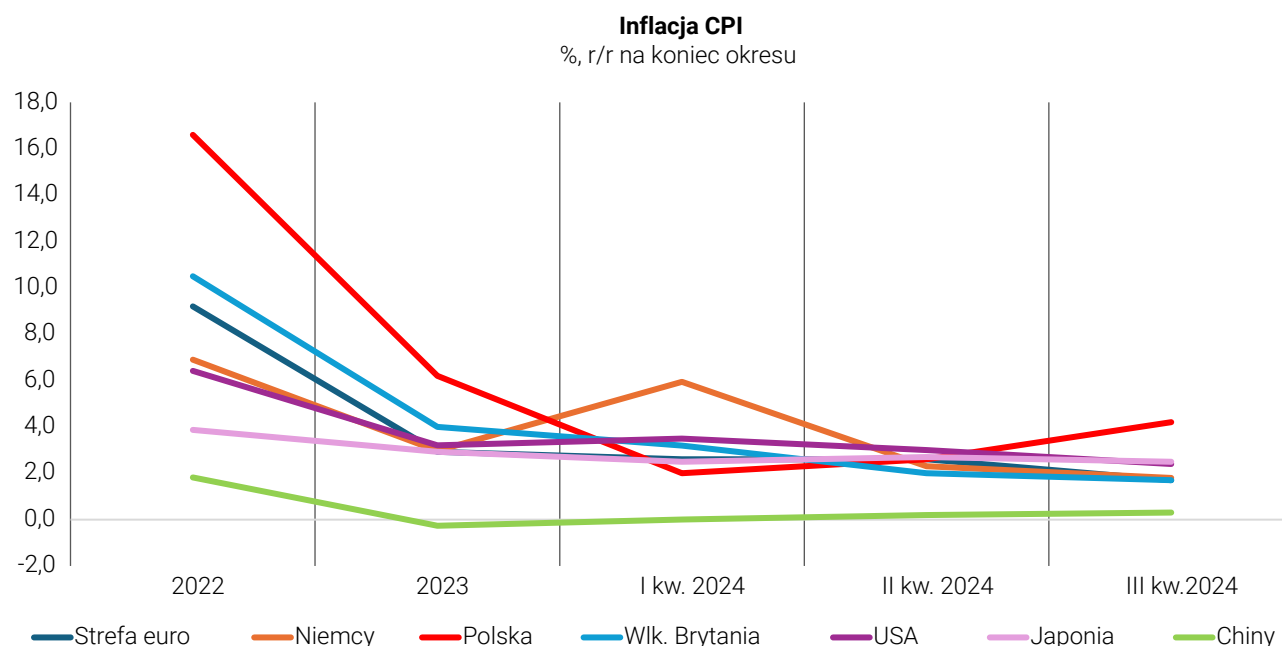
W zakresie polityki pieniężnej także mieliśmy do czynienia z kontynuacją - rozpoczętych wcześniej - działań banków centralnych. W III kwartale globalnie miało miejsce 58 obniżek i 6 podwyżek stóp procen-

Wykres 3: Inflacja w wybranych gospodarkach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tradingeconomics.com

Wykres 4: Inflacja w wybranych gospodarkach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tradingeconomics.com

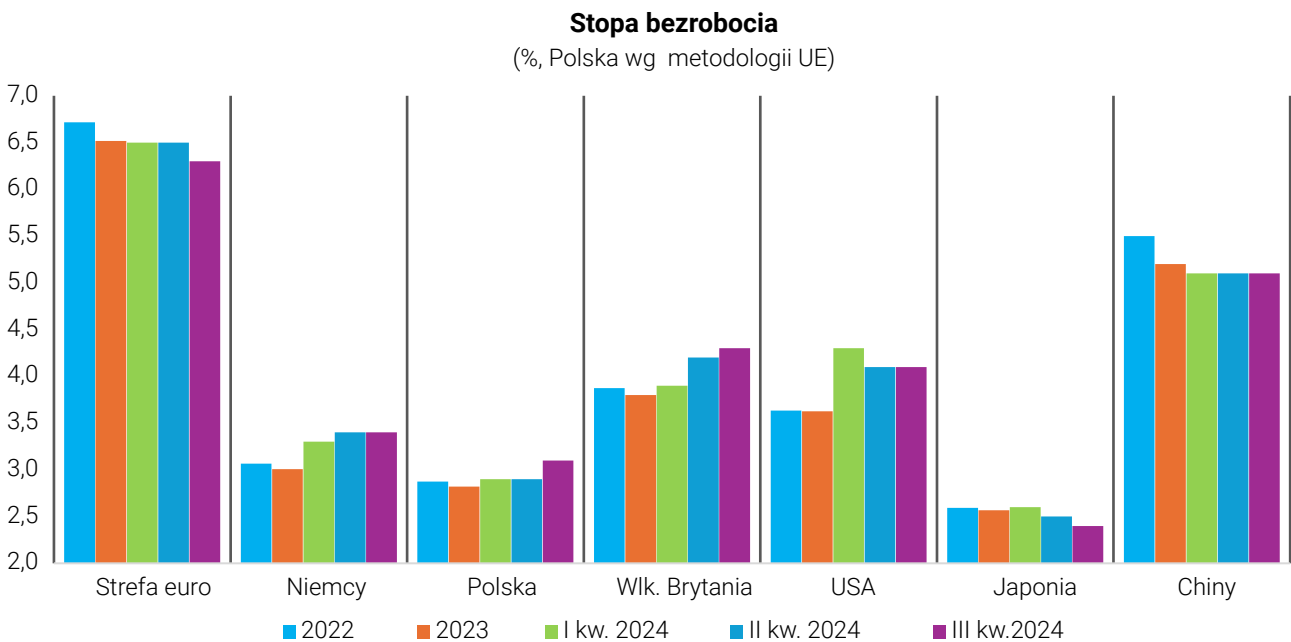


towych, przy czym wśród głównych gospodarek tylko Bank of Japan dokonał w lipcu jednej podwyżki. Do końca listopada 2024 roku na świecie miały miejsce 174 obniżki i 28 podwyżek stóp procentowych.

We wrześniu obniżki dokonała Rezerwa Federalna, tnąc stopę referencyjną o 50 punktów bazowych. Już

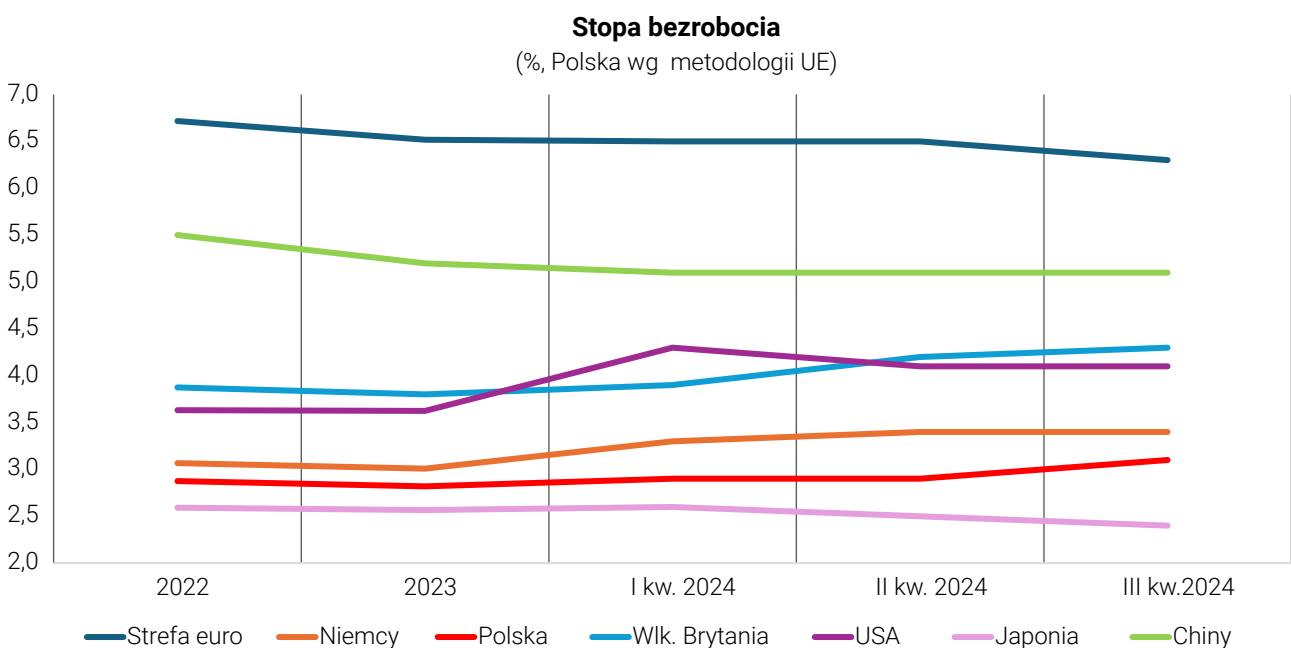
w listopadzie miała miejsce kolejna obniżka i w stosunku do końca drugiego kwartału środek przedziału stóp fed funds obniżył się łącznie o 75 pb. do 4,625%. Także EBC dokonał we wrześniu obniżki i to znaczącej, bo o 60 pb. W październiku stopę referencyjną obniżono o kolejne 25 pb. i wynosi ona obecnie 3,4% w porównaniu do 4,25% na koniec II kwartału.

Wykres 5: Bezrobocie w wybranych gospodarkach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tradingeconomics.com

Wykres 6: Bezrobocie w wybranych gospodarkach



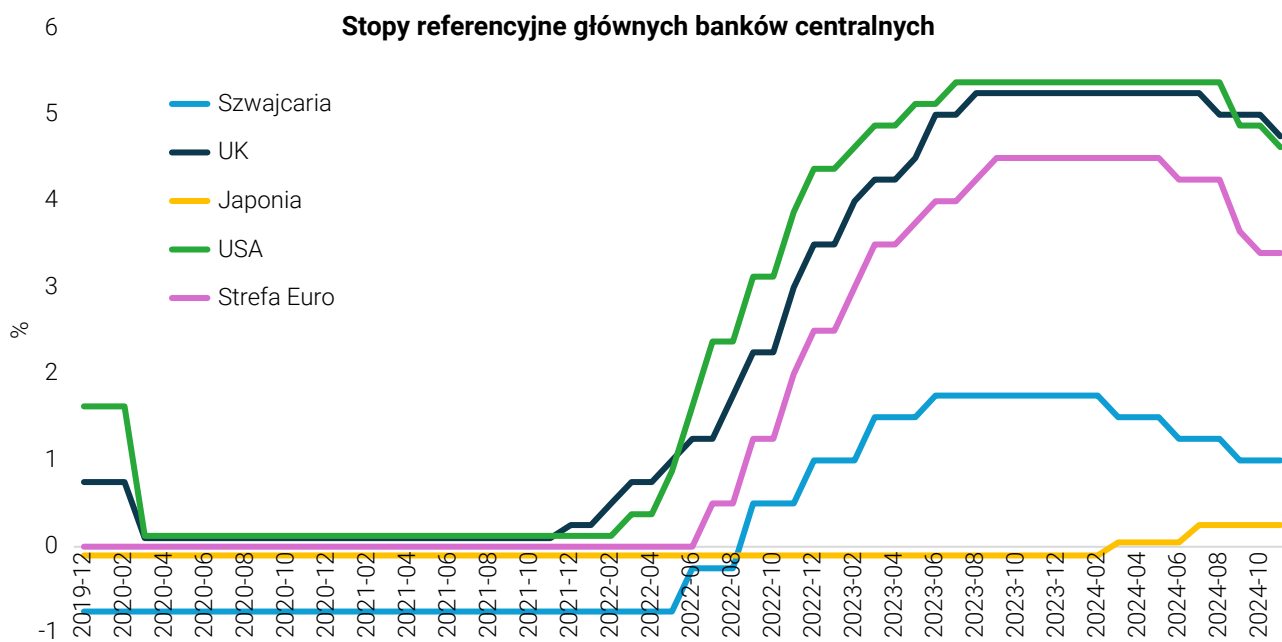
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych tradingeconomics.com



Na rynkach wschodzących nowym zjawiskiem było odwrócenie kierunku polityki pieniężnej przez władze monetarne Brazylii. Po roku jej łagodzenia, w sierpniu nastąpiła podwyżka o 25 pb do 10,75%. Z kolei w Chinach w październiku dokonano kolejnej obniżki w cyklu, który trwa już od sierpnia 2019 roku, jako element działań zmierzających do utrzy-

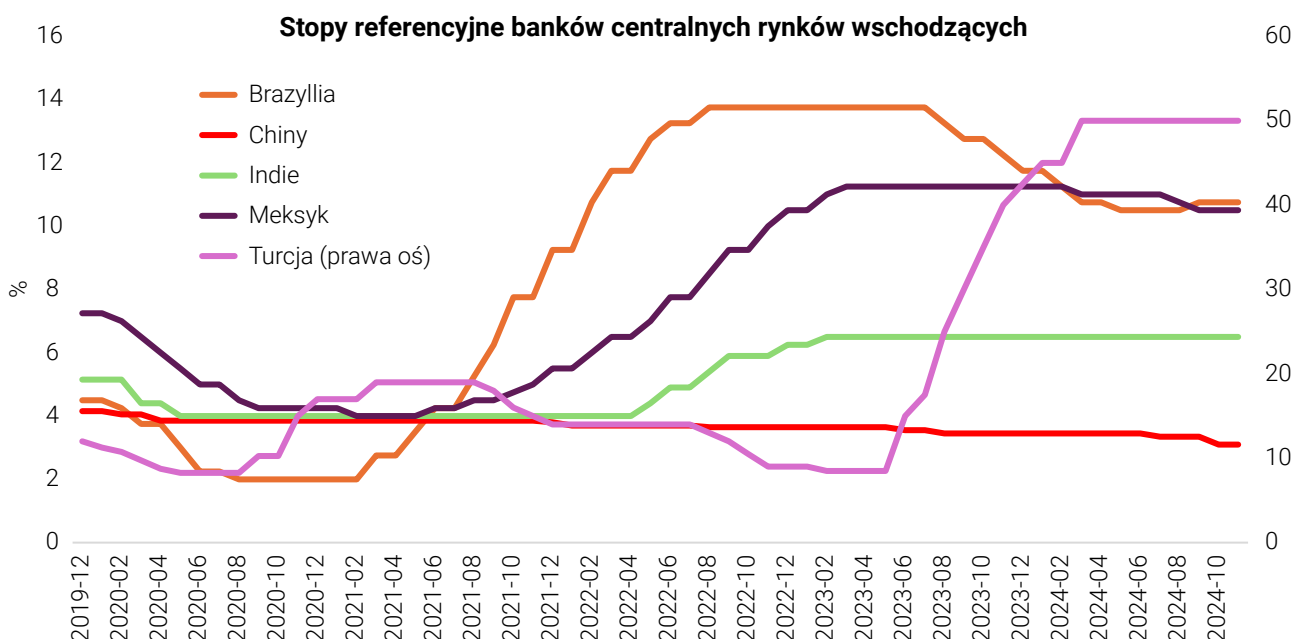
mania pożądanego tempa wzrostu gospodarczego. W naszym regionie NBP wciąż pozostawał wyjątkiem. Banki centralne Czech, Węgier i Rumunii dokonywały kolejnych obniżek wraz ze spadkiem tempa wzrostu cen. Motywy polskich władz monetarnych omówione zostaną w dalszej części tekstu.

Wykres 7: Stopy referencyjne głównych banków centralnych



Źródło: BIS, opracowanie własne

Wykres 8: Stopy referencyjne banków centralnych rynków wschodzących



Źródło: BIS, opracowanie własne

**Tabela 1:** Prosty wskaźnik kondycji gospodarek

	Wskaźnik		
	2021	II kw. 2024	III kw. 2024
Strefa euro	-6,5	-8,6	-7,1
Niemcy	-3,0	-5,9	-5,5
Polska	-5,0	-2,3	-4,6
Wlk. Brytania	-0,3	-5,5	-5,0
USA	-6,9	-4,1	-3,8
Japonia	-0,6	-6,2	-4,6
Chiny	1,9	-0,6	-0,8

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Eurostat, Federal Reserve Bank of St. Louis, opracowanie własne

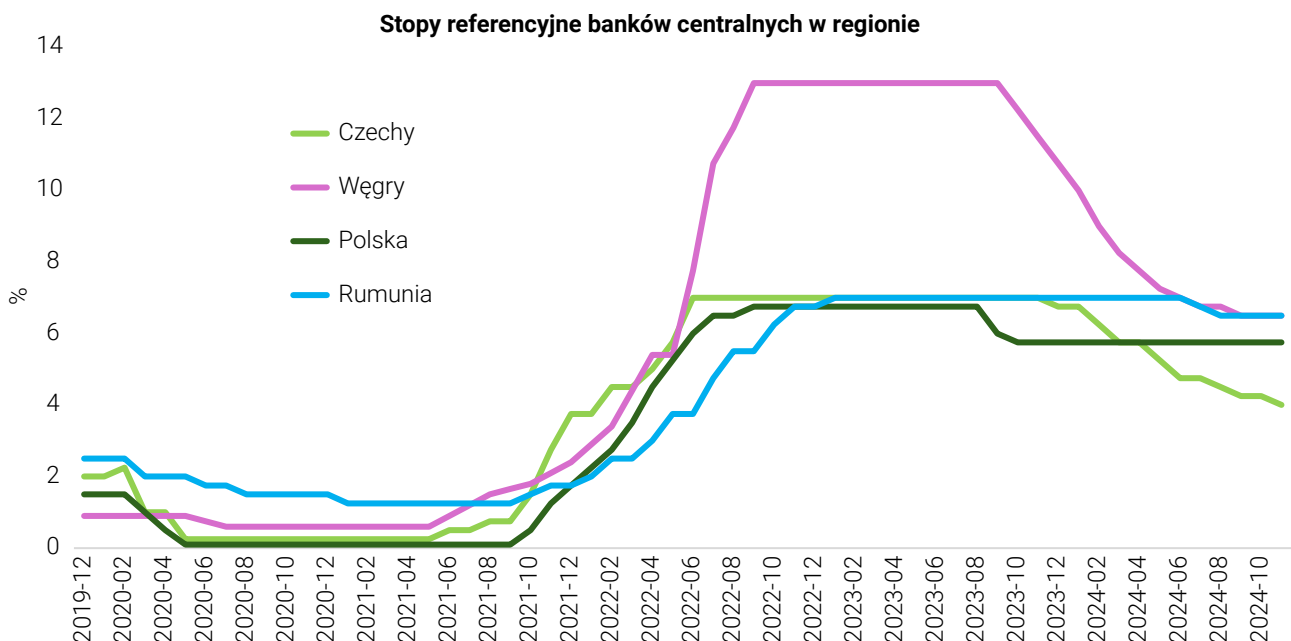
W raporcie za II kwartał wprowadziliśmy prosty wskaźnik kondycji gospodarek oparty o wzrost PKB, inflację i bezrobocie (tempo wzrostu PKB minus roczna inflacja CPI, minus stopa bezrobocia). Im wyższa wartość wskaźnika, tym lepiej. Poniższa tabela zawiera jego wartości dla omawianych wyżej gospodarek.

W porównaniu do II kwartału br. nastąpiła poprawa we wszystkich dużych z omawianych gospodarek z wyjątkiem Chin, przy czym w tym przypadku zmiana była bardzo mała, zaś za jej połowę odpowiadał wzrost inflacji z poziomu 0,2 do 0,3% r/r. Przy tak niskiej inflacji trudno postrzegać to jako problem, zaś zwolennicy ekonomii popytowej uznają to za zmianę korzystną. Także z punktu widzenia celu inflacyjnego, każdy ruch inflacji w jego stronę należy uznać za

korzystny. Na tym tle negatywnie wyróżnia się Polska, w przypadku której pogorszeniu uległy wszystkie trzy parametry. W III kwartale nastąpił spadek dynamiki PKB, przy jednoczesnym przyspieszeniu tempa wzrostu cen i wyższym bezrobociu. Ten ostatni parametr choć technicznie obniża wskaźnik, jest na tyle niski, iż nie wydaje się to być zagadnieniem godnym większej uwagi. Zmiany pozostałych dwóch parametrów będą omówione obszernie niżej.

1.2. Najważniejsze elementy sytuacji gospodarczej Polski

III kwartał 2024 roku przerwał trwający cztery kwartały okres nieprzerwanego przyspieszania wzrostu polskiego PKB. Był to jednak kwartał pod wieloma

Wykres 9: Stopy referencyjne banków centralnych CEE

Źródło: BIS, opracowanie własne



względami wyjątkowy i nie oczekujemy powtórzenia się tak słabego wyniku w IV kw. br. Jednakże w dłuższym horyzoncie czasowym słabe odczyty z całego przekroju gospodarki mogą się powtarzać, choć z przyczyn innych niż w III kw. r.

Najbardziej zwraca uwagę gwałtowne przyspieszenie inflacji, która w lipcu skoczyła do 4,2% z 2,6% w czerwcu i rosta przez cały kwartał. Był to efekt częściowej deregulacji cen detalicznych energii elektrycznej. Przyczyniło się to do spadku tempa

wzrostu wynagrodzeń, pogorszenia nastrojów konsumenta i spadku dynamiki sprzedaży detalicznej do -3% r/r wobec średnio +4,8% w pierwszych dwóch kwartałach. Negatywny wpływ miała także powódź.

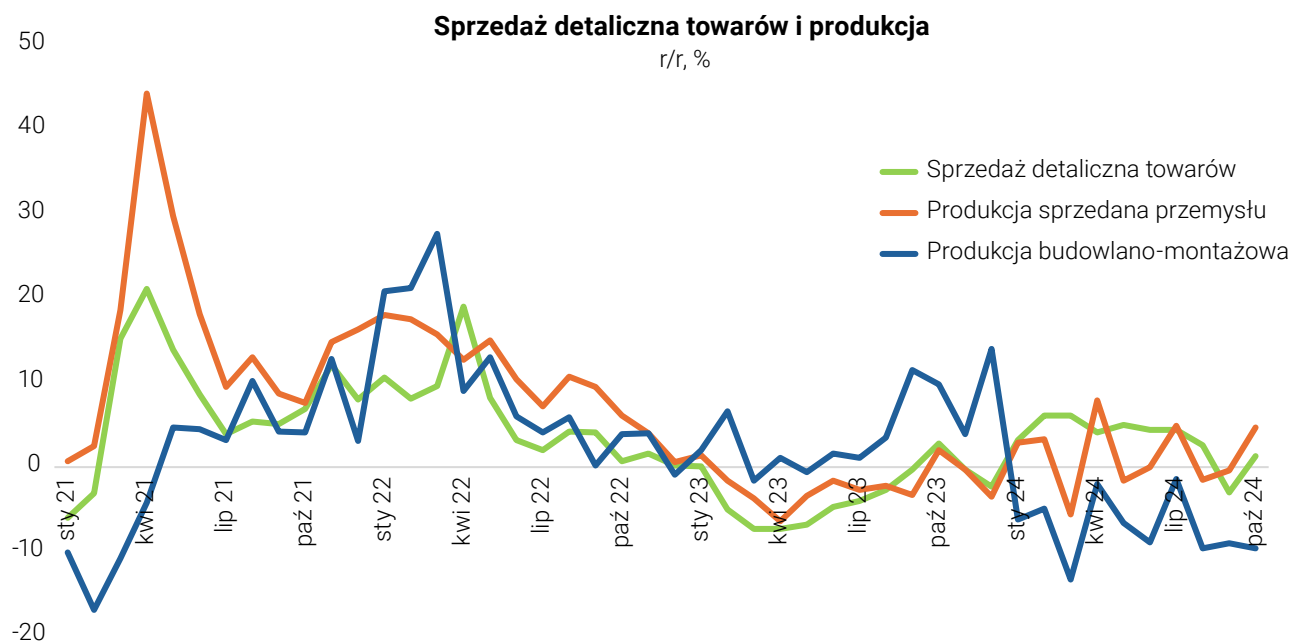
Zapaść w budownictwie trwa nadal. Od kilku miesięcy słabość widać także w działach związanych z infrastrukturą, co bardzo rozczarowuje w związku z oczekiwaniami na wykorzystanie środków KPO. Trwa spadek tempa wzrostu cen produkcji budowlano-montażowej, co wskazuje na słabnący popyt.

Tabela 2: Wybrane krótkookresowe wskaźniki ekonomiczne w I kw. 2024

r/r, %, bezrobocie jako stopa	Średnio w okresie I - VI 2024	Średnio III kwartał	Lipiec	Sierpień	Wrzesień
Sprzedaż detaliczna towarów, r/r	4,8	1,3	4,4	2,6	-3,0
Produkcja sprzedana przemysłu r/r	1,2	1,0	4,9	-1,5	-0,4
Produkcja budowlano-montażowa r/r	-7,0	-6,7	-1,4	-9,6	-9,0
Stopa bezrobocia rejestrowanego	5,2	5,0	5,1	5,0	5,0
Przeciętne zatrudnienie r/r	-0,3	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5
Przeciętne wynagrodzenie nominalne r/r	11,9	10,7	10,6	11,1	10,3
Przeciętne wynagrodzenie realne r/r	8,9	6,0	6,1	6,6	5,3
Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych r/r	2,7	4,5	4,2	4,3	4,9
żywność i napoje bezalkoholowe r/r	2,3	4,1	3,2	4,3	4,7
transport r/r	-1,8	-0,8	0,6	-1,4	-1,5
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle r/r	-8,7	-5,5	-4,8	-5,5	-6,2
Wskaźniki cen produkcji budowlano-montażowej r/r	7,1	5,4	5,8	5,3	5,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 10: Produkcja i sprzedaż w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS



Wciąż solidnie wygląda rynek pracy, wynagrodzenia rosną w dobrym tempie. Niestety, nie można oczekiwać, że taka sytuacja będzie się utrzymywała w długim okresie. Za istotną część wzrostu wynagrodzeń odpowiada wyższa płaca minimalna, której dalszy wzrost w takim tempie nie jest oczywisty.

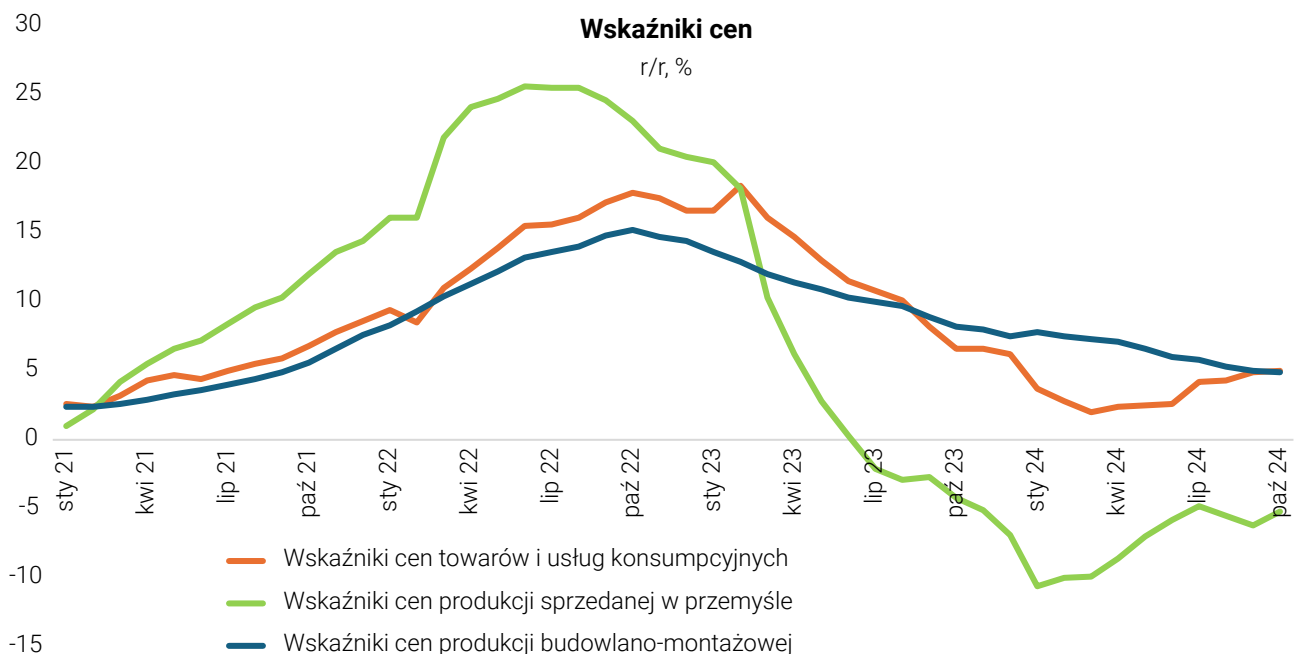
1.3. Czynniki kształtujące PKB i jego perspektywy

Produkt Krajowy Brutto Polski wzrósł w III kwartale 2024 roku o 2,7% r/r, w porównaniu do 3,2% r/r

w kwartale poprzednim. Spadek dynamiki nie jest duży, choć na pewno nie jest to powód do zadowolenia. Istota słabości III kwartału tkwi w strukturze wzrostu.

Jego analiza nie skłania do optymizmu w przypadku żadnej z głównych składowych PKB. W minionym kwartale motorem napędowym polskiej okazał się być przyrost zapasów, czyli najgorszy z możliwych powodów wzrostu. Oznacza on przede wszystkim spadek popytu i produkcję „na magazyn”. Kontrybucja przyrostu rzeczowych środków obrotowych wyniosła 3,2 punktu procentowego przy wzroście PKB

Wykres 11: Ceny w polskiej gospodarce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Tabela 3: Kontrybucja poszczególnych kategorii do wzrostu realnego PKB

Kontrybucja poszczególnych kategorii do wzrostu realnego PKB (% r/r)	2023				2024		
	I kw.	II kw.	III kw.	IV kw.	I kw.	II kw.	III kw.
Produkt krajowy brutto	-0,3	-0,6	0,5	1	2,0	3,2	2,7
Popyt krajowy	-4,9	-2,7	-5,4	-2,3	1,6	4	4,2
Spożycie ogółem	-1,4	-1,2	1,1	1,1	4,6	4,7	1
Spożycie w sektorze gospodarstw domowych	-1,3	-1,6	0,5	0	2,7	2,7	0,2
Spożycie publiczne	-0,1	0,4	0,6	1,1	1,9	2	0,8
Akumulacja	-3,5	-1,5	-6,5	-3,4	-3,0	-0,7	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	0,9	1,5	1,2	2	-0,2	0,4	0
Przyrost rzeczowych środków obrotowych	-4,4	-3,0	-7,7	-5,4	-2,8	-1,1	3,2
Saldo obrotów z zagranicą	4,6	2,1	5,9	3,3	0,4	-0,8	-1,5
Wartość dodana brutto	0,8	0,6	0,8	1,3	1,6	2	2

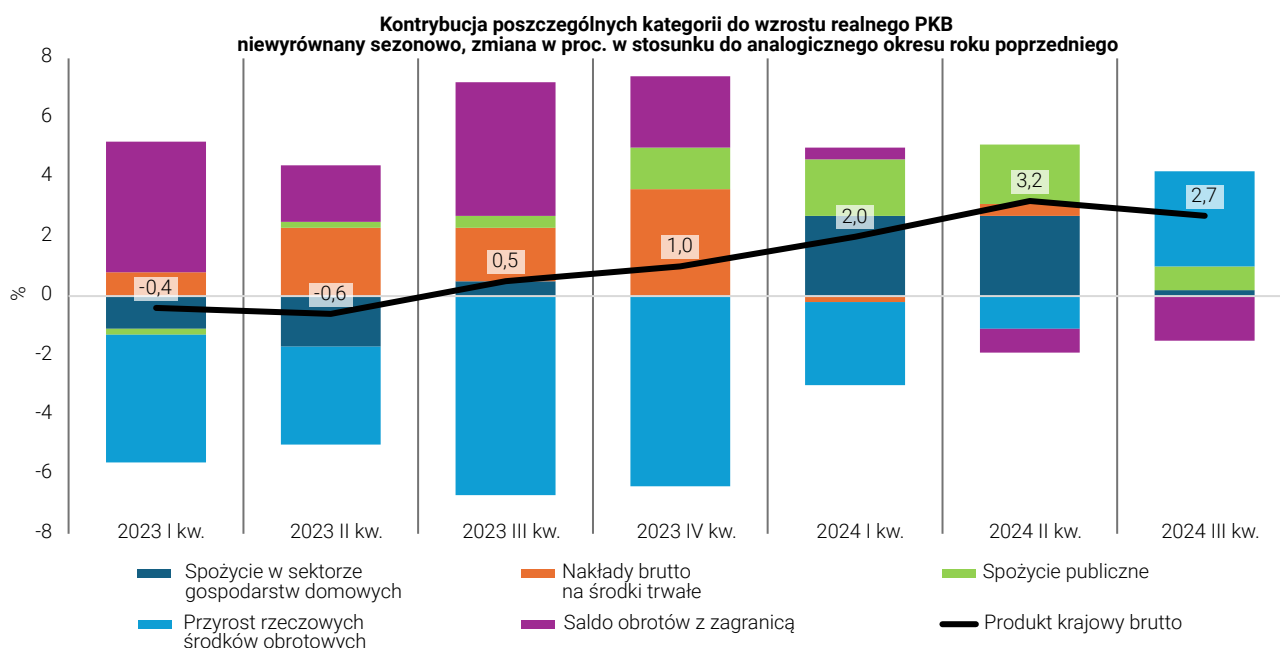
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS



o 2,7%, co oznacza, że suma wszystkich pozostałych składowych miała negatywny wpływ na wzrost. Spożycie dołożyło 1 punkt procentowy do wzrostu PKB, przy czym w 80% było to spożycie publiczne, co jest rażącą różnicą w stosunku do pierwszej połowy tego roku. Eksport netto, ponownie jak w II kwartale br. kontrybuował ujemnie i to niestety mocniej.

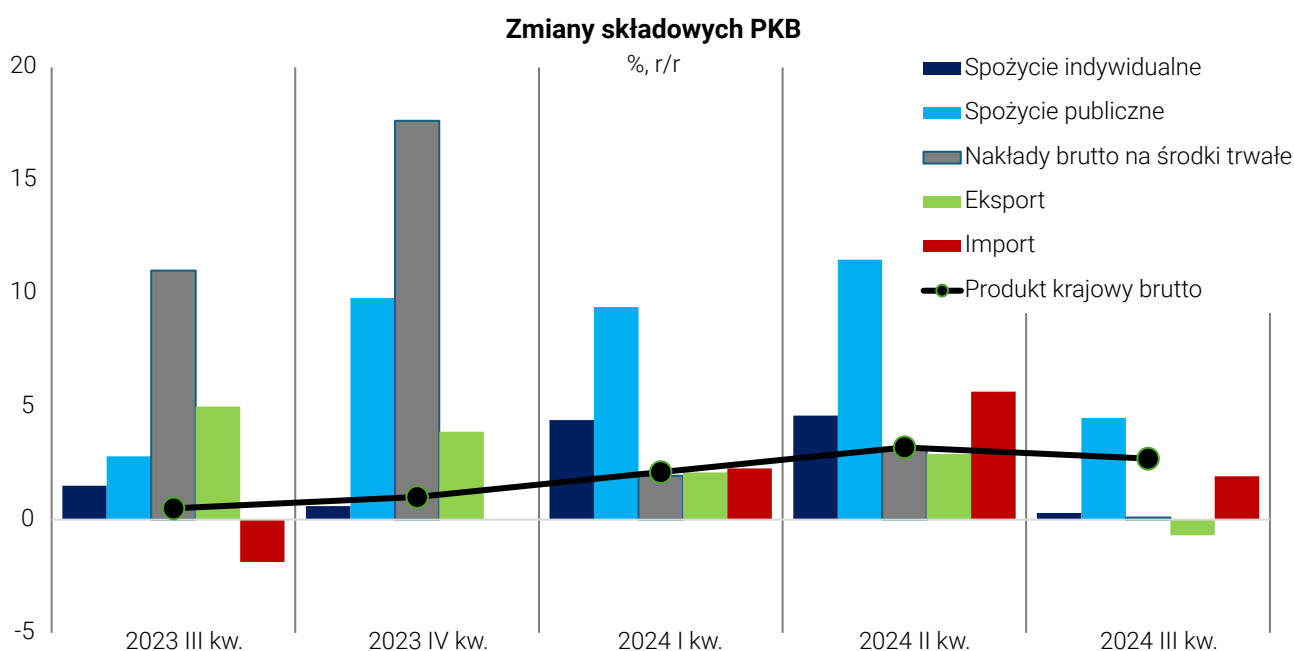
Wynik eksportu netto nie zaskakuje w sytuacji, gdy polska gospodarka rozwija się szybciej niż gospodarki naszych głównych partnerów handlowych, a do tego nasz największy rynek eksportowy - Niemcy, znajduje się w poważnych tarapatkach. Niskie odczyty dynamiki sprzedaży detalicznej w III kwartale wyjaśniają niemal zerową kontrybucję spożycia pry-

Wykres 12: Kontrybucja poszczególnych kategorii do wzrostu realnego PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 13: Zmiany składowych PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

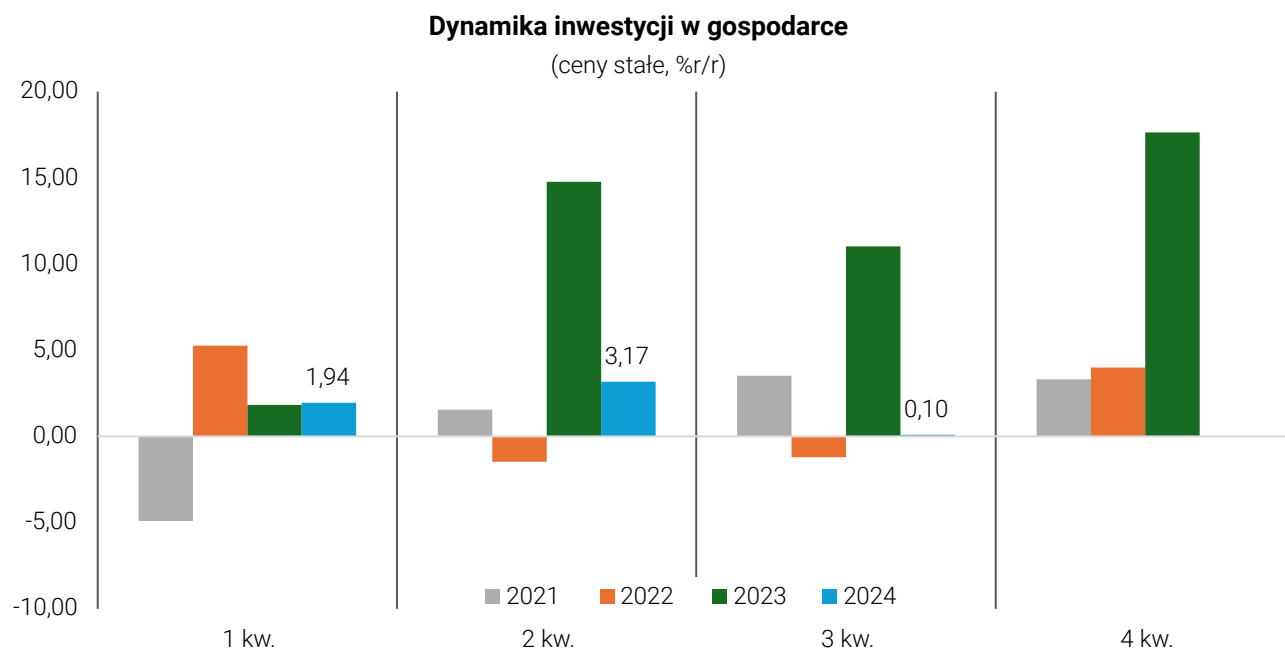


watnego i choć może ono rosnać wolniej niż w I połowie roku, to w IV kwartale zapewne dołoży więcej do wzrostu. Po raz kolejny natomiast największe zaniepokojenie budzą inwestycje, które po obiecującym I półroczu nagle zniknęły jako czynnik wzrostu gospodarczego. Zagadnienie to będzie szerzej analizowane poniżej.

1.3.1. Inwestycje

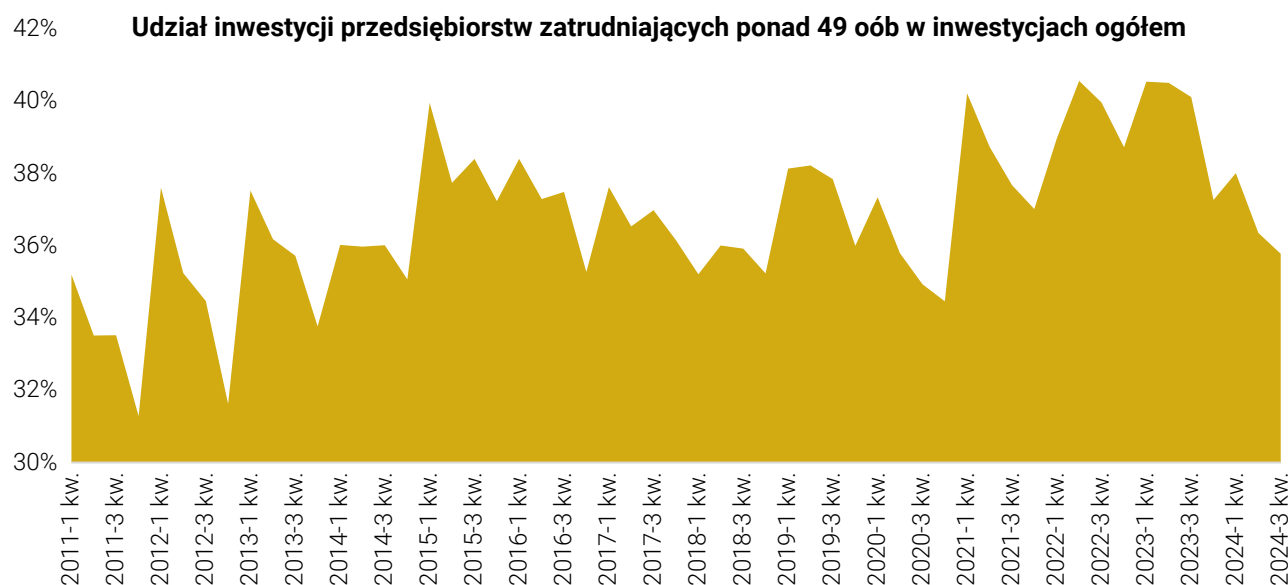
Analiza danych o PKB za III kwartał br. wymaga zwrócenia szczególnej uwagi na nakłady brutto na środki trwałe. Mamy bowiem do czynienia z niepokojącym zjawiskiem dość gwałtownego wygaśnięcia dynamiki inwestycji. Po całkiem dobrym 2023 roku i nieco słab-

Wykres 14: Dynamika inwestycji w PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 15: Udział inwestycji przedsiębiorstw zatrudniających ponad 49 osób w inwestycjach ogółem z wyjątkiem podmiotów zaklasyfikowanych wg PKD 2007 do sekcji "Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo" oraz "Działalność finansowa i ubezpieczeniowa"



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

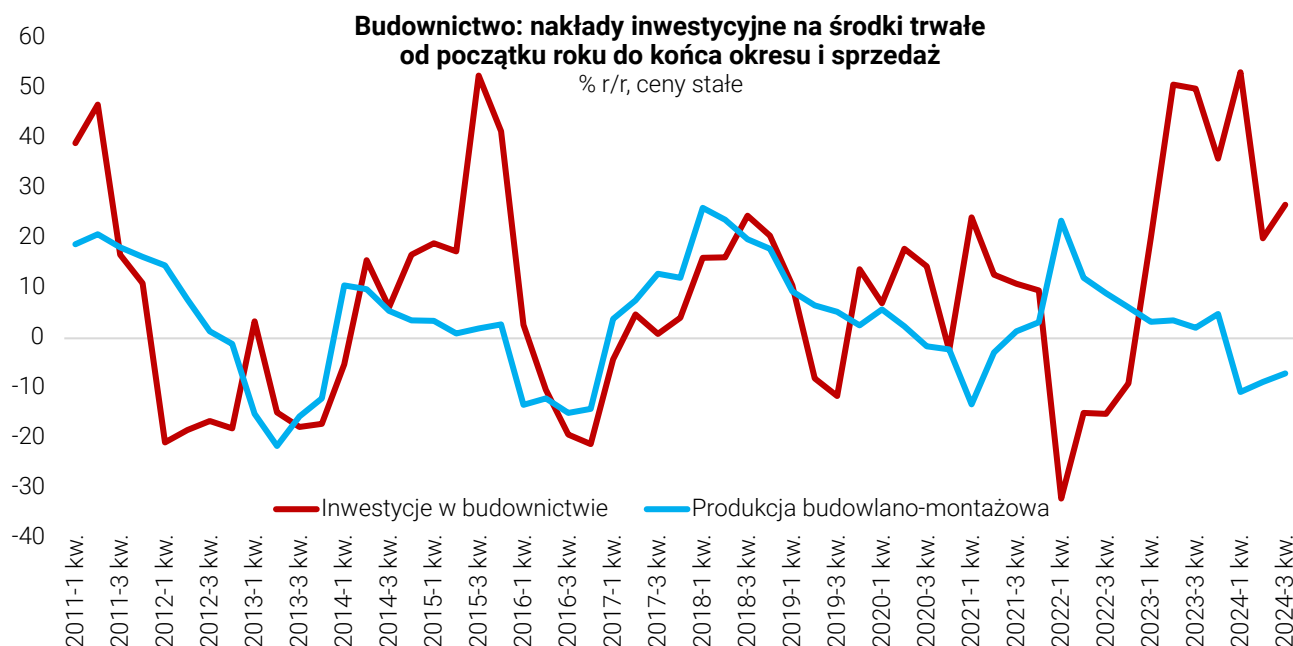


szym pierwszym półroczu 2024, dynamika inwestycji wg rachunków narodowych spadła 0,1% r/r i nie kontrybuowały one do wzrostu PKB. Więcej informacji na temat struktury nakładów na środki trwałe można znaleźć w informacjach GUS na ten temat, tworzonych na podstawie sprawozdań przedsiębiorstw zatrudniających ponad 49 osób, z wyjątkiem podmiotów za-

klasyfikowanych wg PKD 2007 do sekcji „Rolnictwo, leśnictwo, łowiectwo i rybactwo” oraz „Działalność finansowa i ubezpieczeniowa”. Odpowiadały one w III kwartale br. za 35,8% inwestycji wliczonych do PKB.

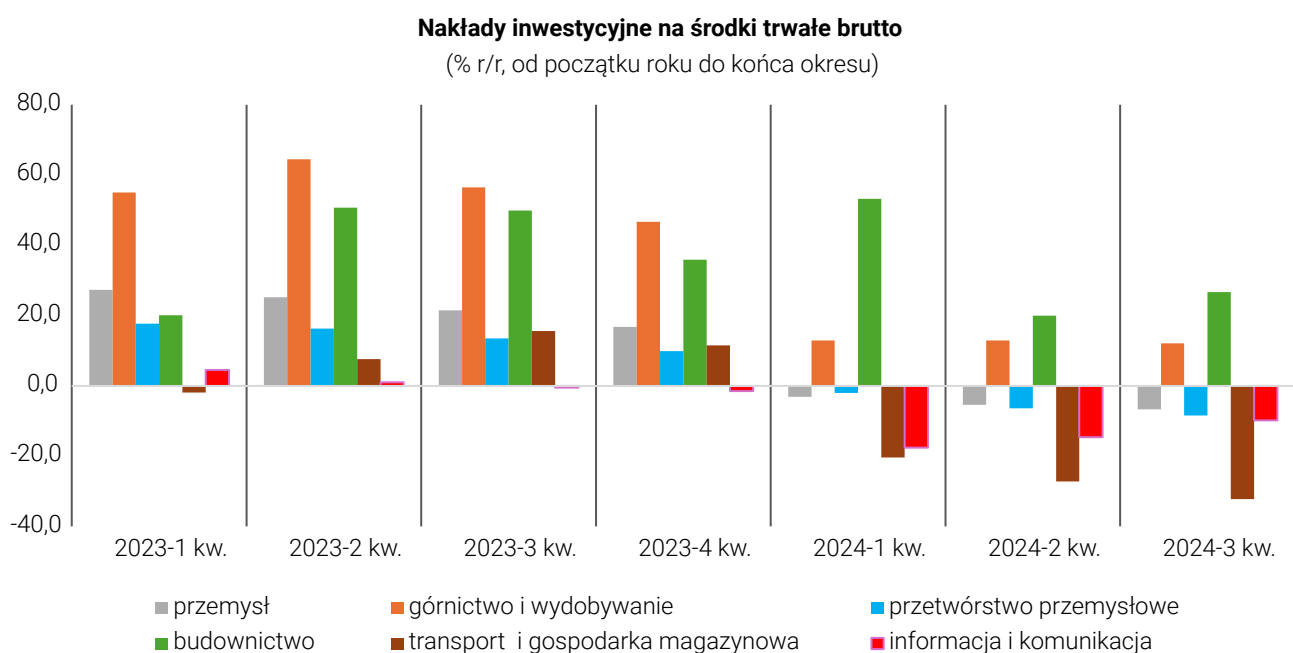
Zestawienie dynamiki inwestycji - w podziale na branże - jest dość zaskakujące z uwagi wysoką dy-

Wykres 16: Budownictwo



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 17: Nakłady inwestycyjne według sekcji PKD (od początku roku do końca okresu)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS



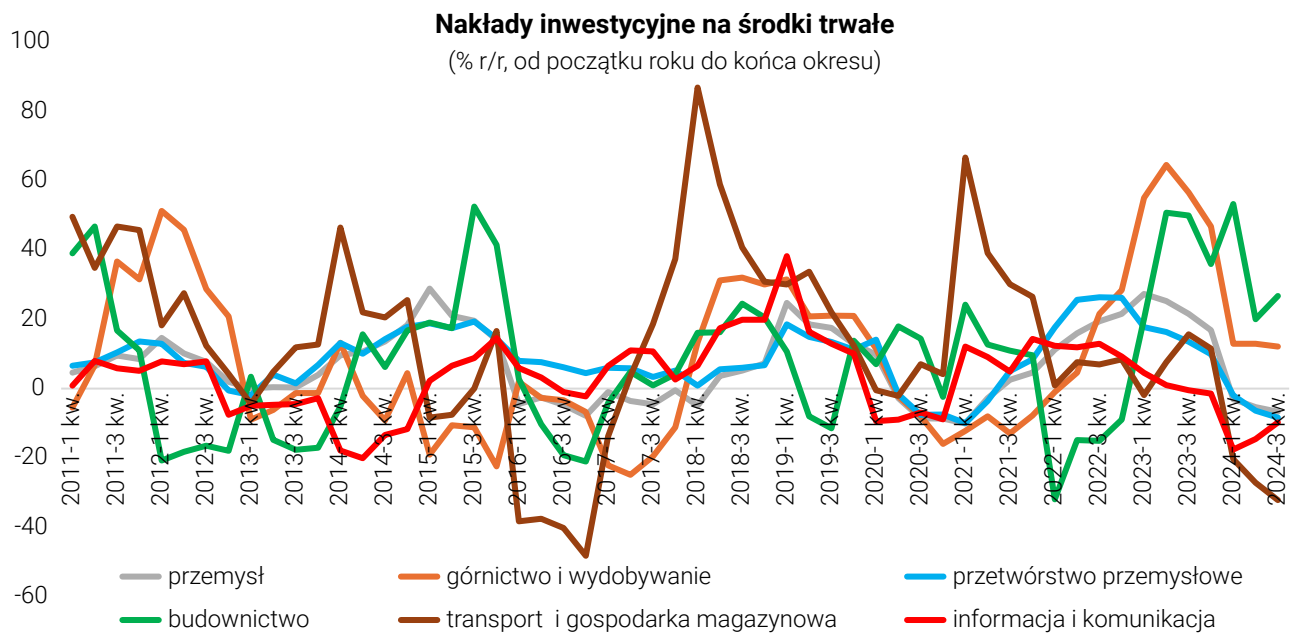
namikę inwestycji w budownictwie. Okazuje się, że w tym roku dział ten charakteryzuje najwyższy przyrost nakładów na środki trwałe. Mimo bardzo silnego spadku produkcji budowlano-montażowej.

Zjawisko to objaśnia w jakimś stopniu zapewne bardzo silny spadek inwestycji w 2022, który wy-

musza na przedsiębiorstwach odtworzenie środków trwałych,

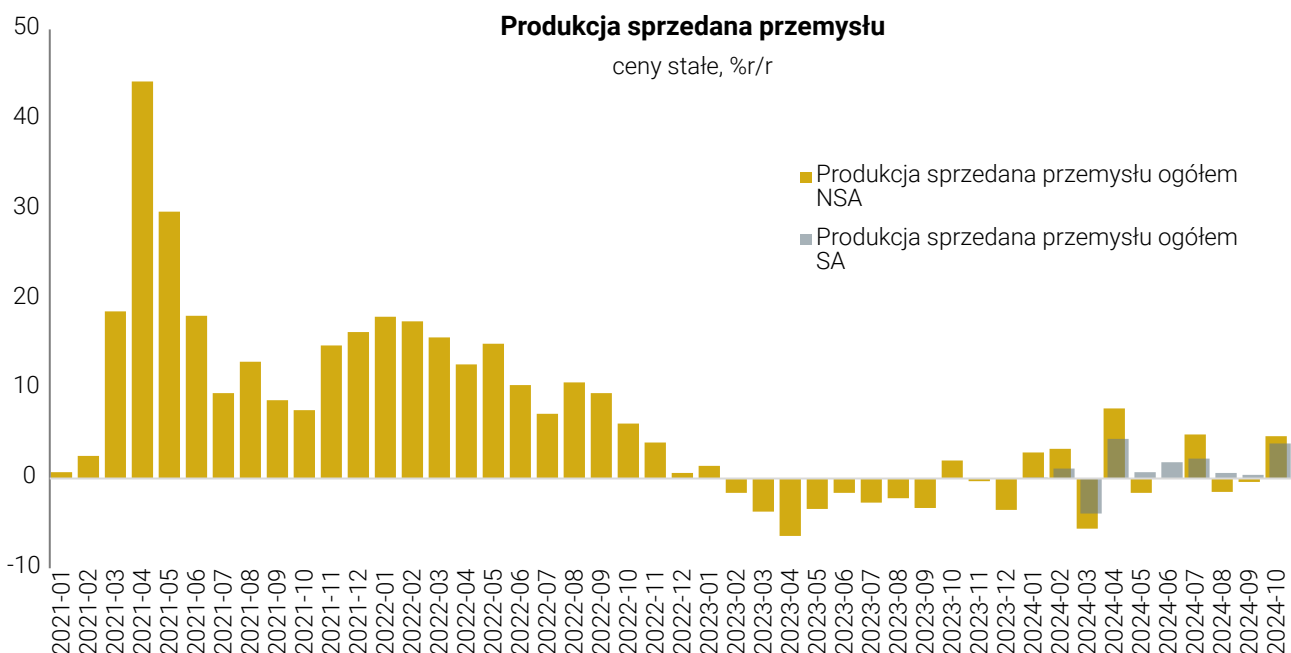
W innych działach, z wyjątkiem górnictwa, widoczna jest duża redukcja nakładów na środki trwałe - zwłaszcza w transporcie i magazynowaniu. Także cały przemysł (którego częścią jest górnictwo) wy-

Wykres 18: Nakłady inwestycyjne według sekcji PKD (od początku roku do końca okresu)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 19: Produkcja sprzedana przemysłu



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS



kazuje regres. Szczególnie niepokojący jest spadek inwestycji w przemyśle. Powodem do optymizmu jest cykliczność tych nakładów, która w przypadku przetwórstwa przemysłowego wskazuje, że zbliżamy się do punktu zwrotnego.

1.3.2. Przemysł i budownictwo

Podobnie jak w poprzednich kwartałach strona podaźowa wygląda słabiej niż popytowa. Omawiany okres charakteryzowała synchroniczna słabość obu stron rynku. Problemy producentów widać w dynamice cen, wskaźnik inflacji PPI pozostaje na minusie. Sierpień i wrzesień przyniosły zaskakująco niskie odczyty dynamiki produkcji. Wychodzący poza formalny zakres niniejszego opracowania październik daje jednak nadzieję, że sytuacja wróci do normy, jakkolwiek norma ta byłaby niezadowalająca. Przemysł boryka się z wieloma problemami - spadek popytu wewnętrznego w minione lato był kroplą, która przepełniła czarę. Bardzo dotkliwym problemem jest niska podaź pracy i związana z tym presja na wzrost wynagrodzeń. Od wielu kwartałów sektor eksportowy napotyka barierę popytową związaną ze słabością niemieckiej gospodarki. Problemem strukturalnym są niskie inwestycje. Ich brak działa z opóźnieniem, zwłaszcza jeśli przedsiębiorstwa mogły substytu-

ować kapitał rzeczowy łatwo dostępną pracą. Ta możliwość jednak odchodzi w przeszłość. Rosnące wynagrodzenia i spadająca liczba osób zatrudnionych w gospodarce narodowej stawiają firmy, które budowały swój potencjał w oparciu o pracę, nie kapitał w trudnej sytuacji.

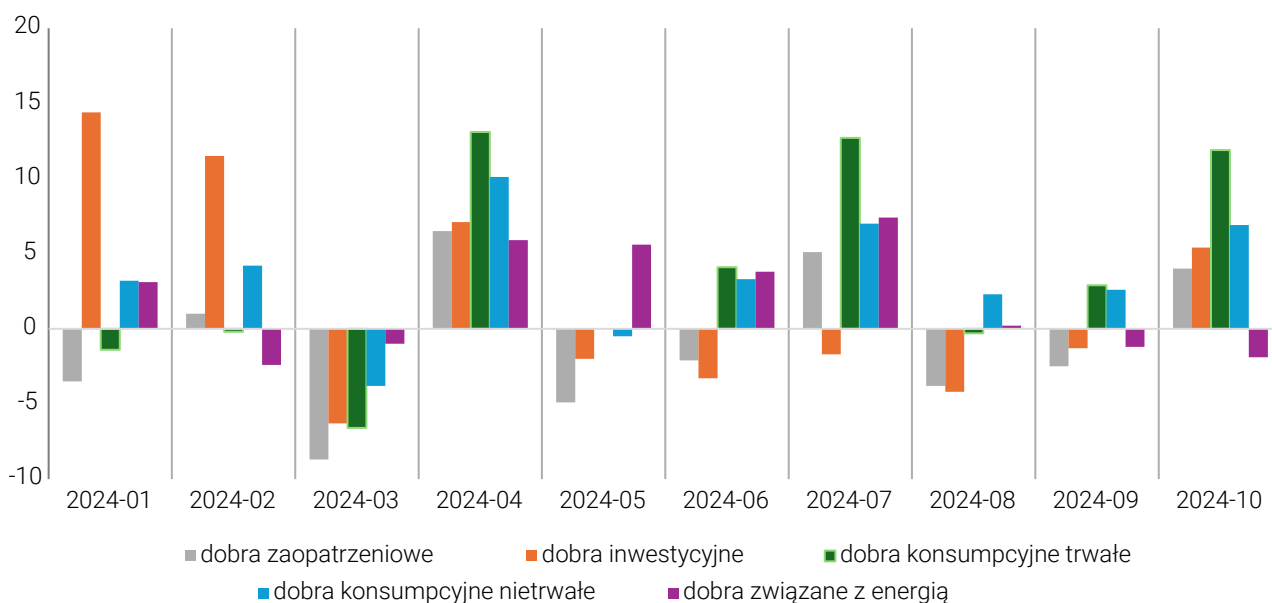
Przez dwa miesiące z rzędu tylko przedsiębiorstwa zajmujące się wytwarzaniem dóbr konsumpcyjnych utrzymały dodatnie roczne dynamiki wzrostu produkcji. Natomiast producenci dóbr inwestycyjnych odczuwali spadek popytu, o którym pisaliśmy wcześniej już od maja. Dopiero pierwszy miesiąc ostatniego kwartału tego roku przyniósł poprawę.

Na Wykresie 21 dopatrzeć można się niepokojącego zjawiska dotyczącego „normalności”, o której pisaliśmy wyżej. Pandemia i wojna poddały przemysł potężnym turbulencjom, widocznym na wykresie jako gwałtowne zmiany dynamiki. W ubiegłym roku „wstrząsy wtórne” wygasły. Niestety przemysł przestał rosnąć. Przed pandemią wieloletnia średnia roczna dynamika wynosiła 4-5%. Obecnie jest to zero. Pytanie, czy to już negatywny efekt niskich inwestycji, na razie pozostaje bez odpowiedzi.

Nie jest żadnym pocieszeniem, że inni mają gorzej, zwłaszcza, że słaba kondycja budownictwa jest także problemem dla przemysłu, dla którego przedsię-

Wykres 20: Produkcja sprzedana przemysłu według głównych grupowań przemysłowych

Produkcja sprzedana przemysłu według głównych grup przedsiębiorstw, ceny stałe, r/r%



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS



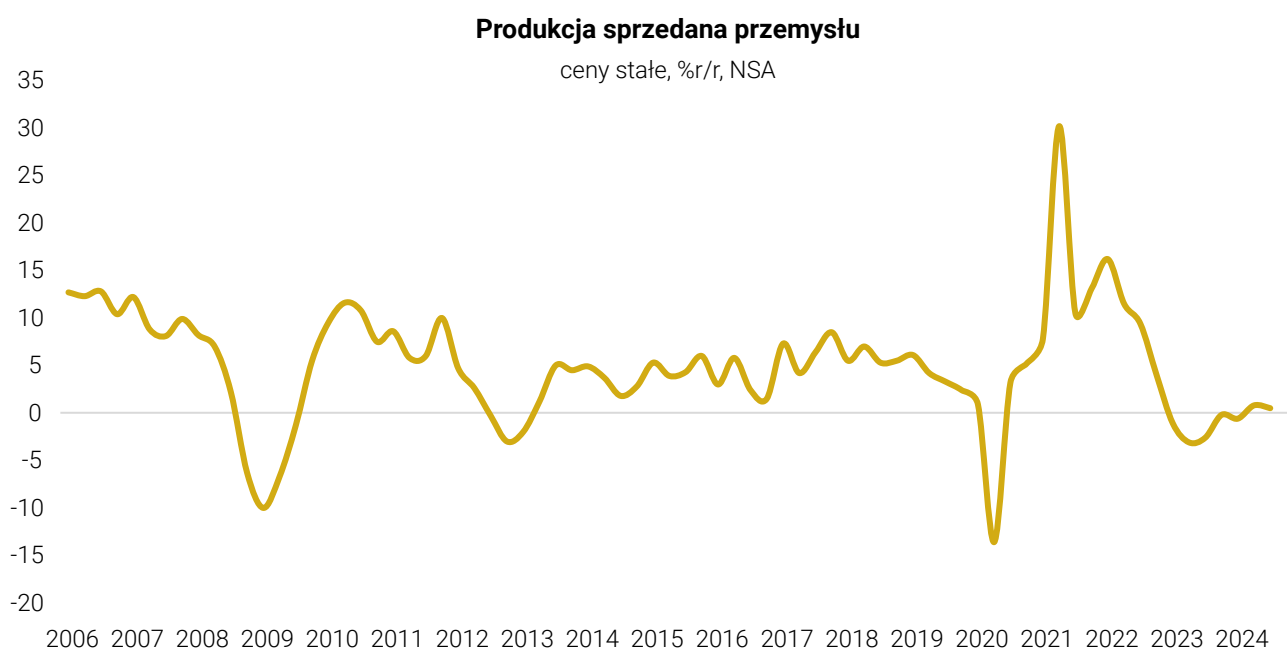
biorstwa budowlano-montażowe są źródłem popytu. W odróżnieniu od sprzedaży detalicznej i produkcji sprzedanej przemysłu, październik nie przyniósł poprawy w stosunku słabego III kwartału.

W świetle oczekiwań na wpływ środków z KPO, wyniki działów związanych z inwestycjami są rozczar

rowujące. Budownictwo mieszkaniowe przestało od nich odstawać in minus.

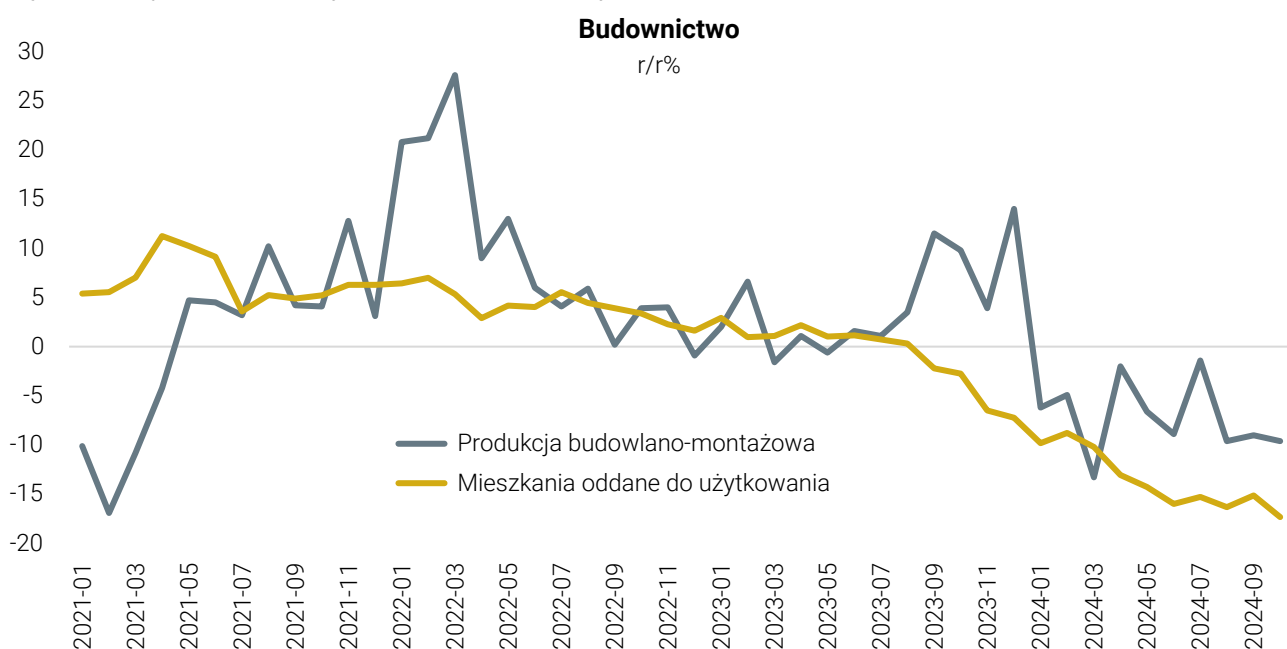
Wyraźnie widać to na danych kwartalnych (Wykres 24). W omawianym kwartale to firmy zajmujące się wznoszeniem budynków odnotowały najmniejsze spadki sprzedaży ze wszystkich trzech działów.

Wykres 21: Produkcja sprzedana przemysłu kwartalnie



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 22: Dynamika produkcji budowlano-montażowej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS



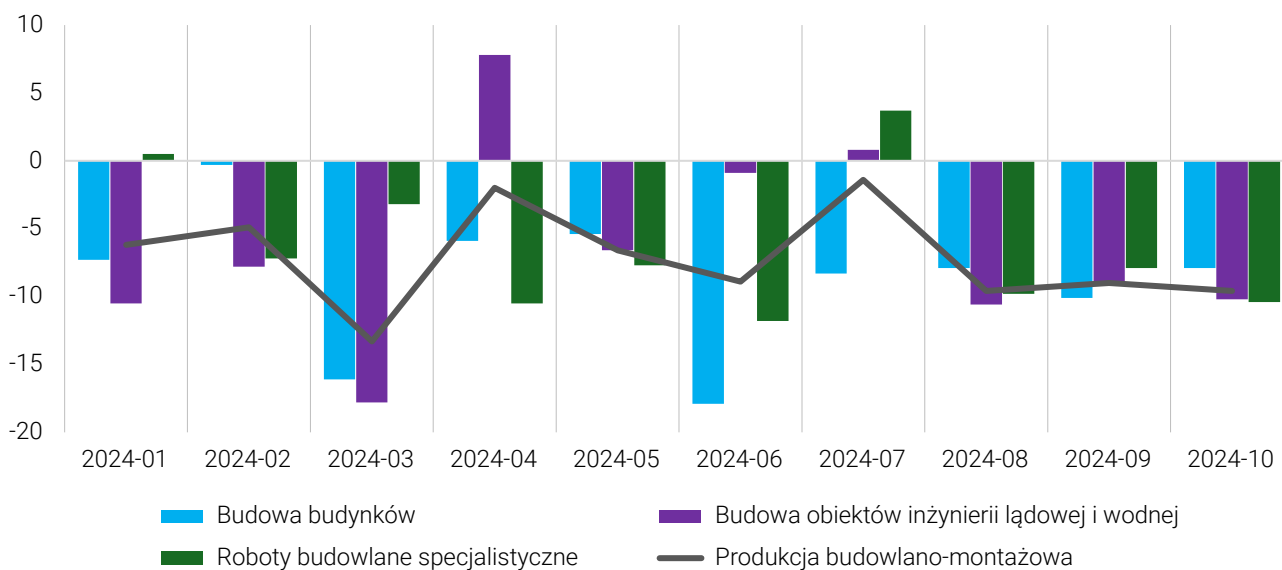
Nadal jednak były to spadki i malała też liczba mieszkań oddanych do użytkowania. Dynamika liczby mieszkań oddanych do użytkowania, w porównaniu z analogicznym miesiącem roku poprzedniego, była najniższa w październiku 2024 roku: -17,3%. Także liczba mieszkań spadła poniżej 16 tys. i była najniższa od marca 2019 roku. Podobnie jak liczba miesz-

kań oddanych do użytkowania w ciągu 12 miesięcy, która w październiku wyniosła 191 tys. Wartość ta osiągnęła swoje maksimum w czerwcu 2023 roku, sięgając poziom 241,2 tys. Od 2010 roku największa liczba oddanych w miesiącu mieszkań wyniosła 25,9 tys. (listopad 2022).

Wykres 23: Dynamika produkcji budowlano-montażowej w poszczególnych działach

Działy budownictwa w 2024

r/r, %

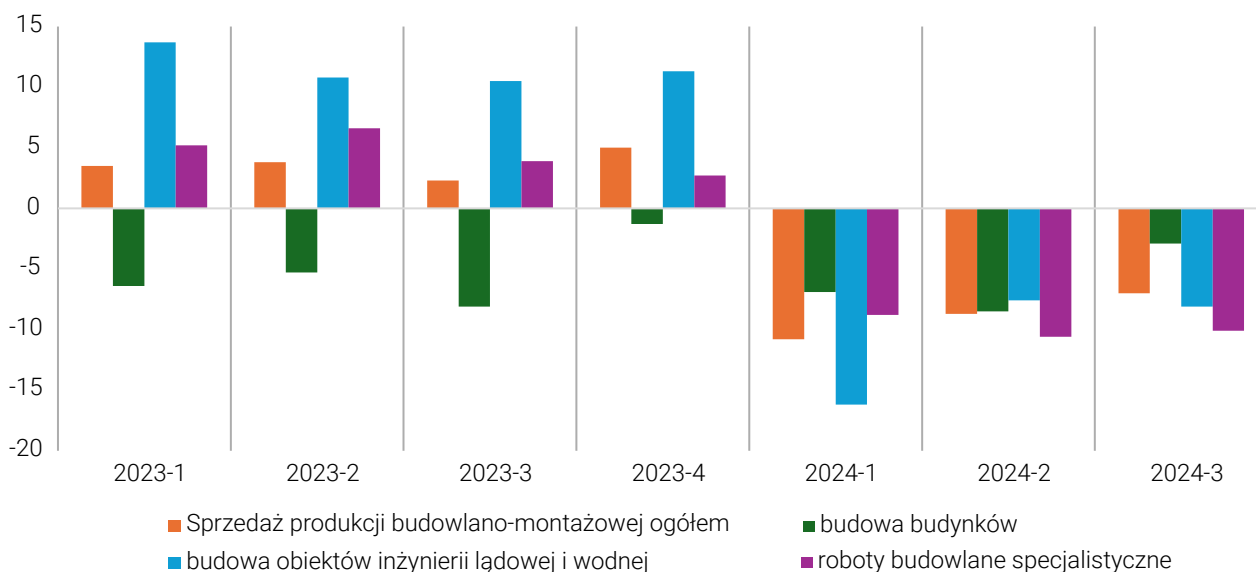


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 24: Dynamika produkcji budowlano-montażowej w poszczególnych działach

Sprzedaż produkcji od początku roku do końca okresu

%, r/r, kwartalnie, niewyrównana sezonowo, ceny stałe



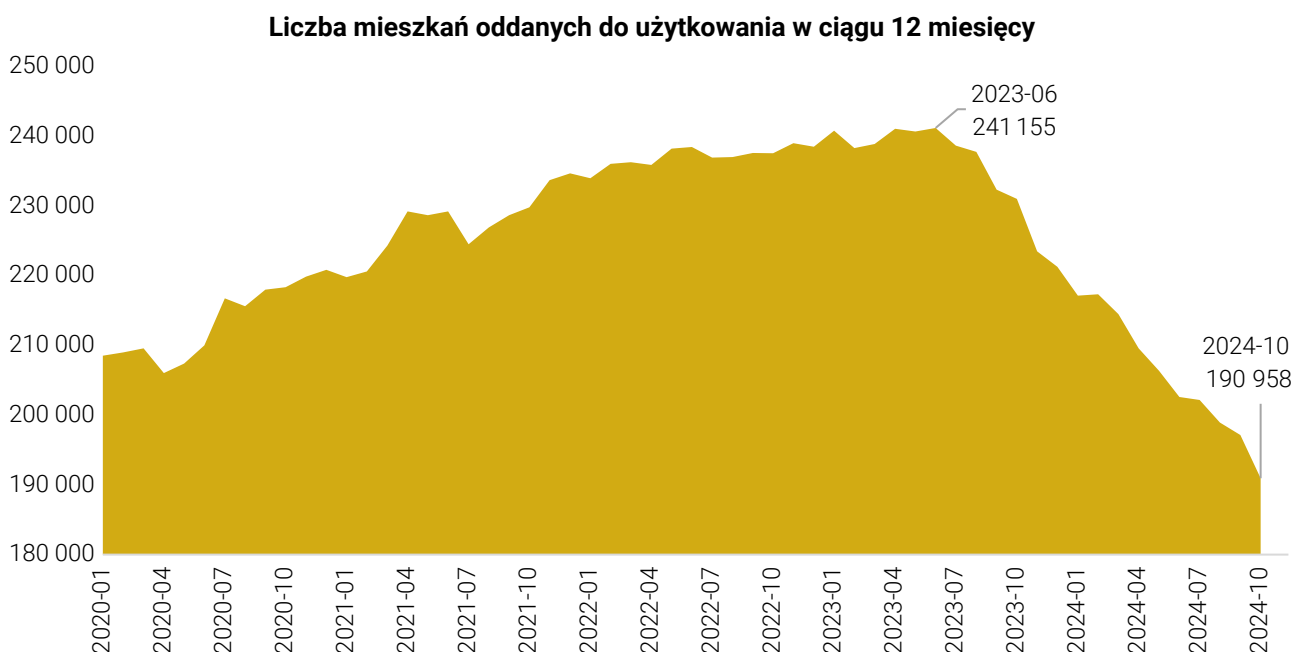
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS



Mimo to, III kwartał br. był pierwszym, w którym liczba mieszkań oddanych do użytkowania w ciągu 4 kwartałów była wyższa niż w poprzednim od II kwartału 2023 roku (choć zaledwie o 500 sztuk) osiągając poziom 205 500 sztuk. Analogicznie, liczba mieszkań oddanych przeciętnie w ciągu 4 kwartałów także wzrosła (Wykres 26).

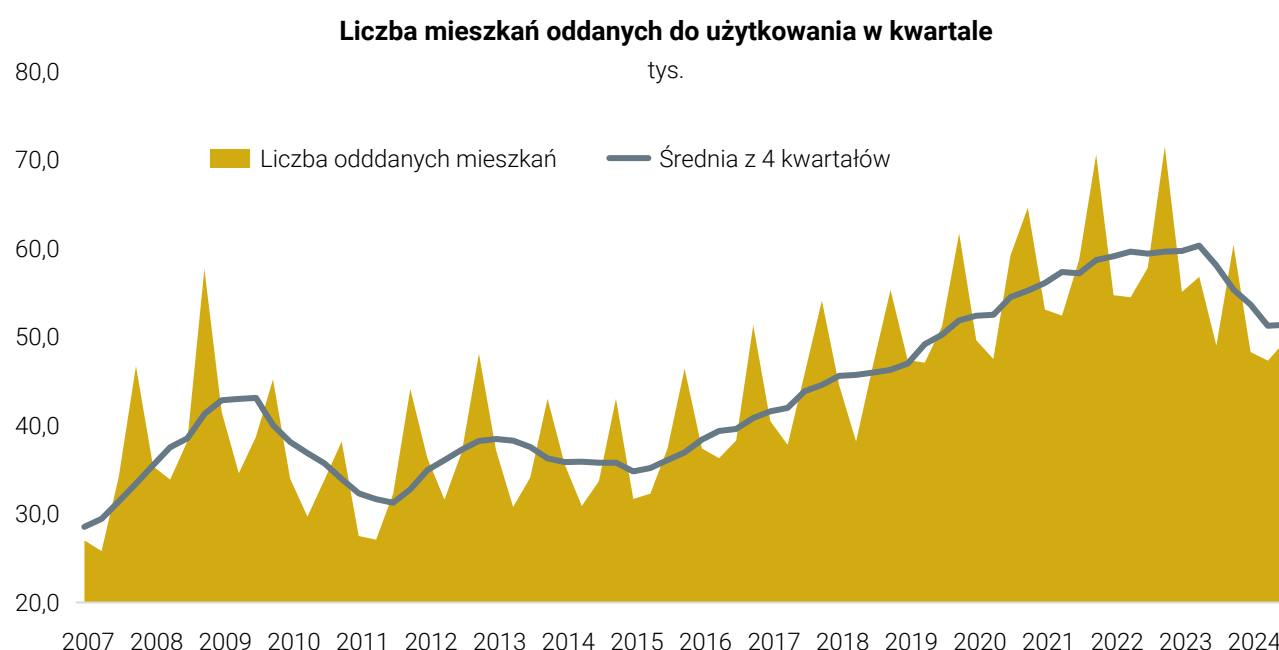
Dodatknie skumulowane roczne saldo wymiany handlowej z zagranicą było nieznacznie mniejsze niż kwartał wcześniej. W sytuacji gospodarki nabierającej tempa relatywnie większego niż partnerzy handlowi jest to oczywiste, gdyż nasz eksport zależy od popytu zewnętrznego, a saldo wymiany od różnicy dynamik popytu zagranicznego i krajowego.

Wykres 25: Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w ciągu 12 miesięcy



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 26: Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w kwartale



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

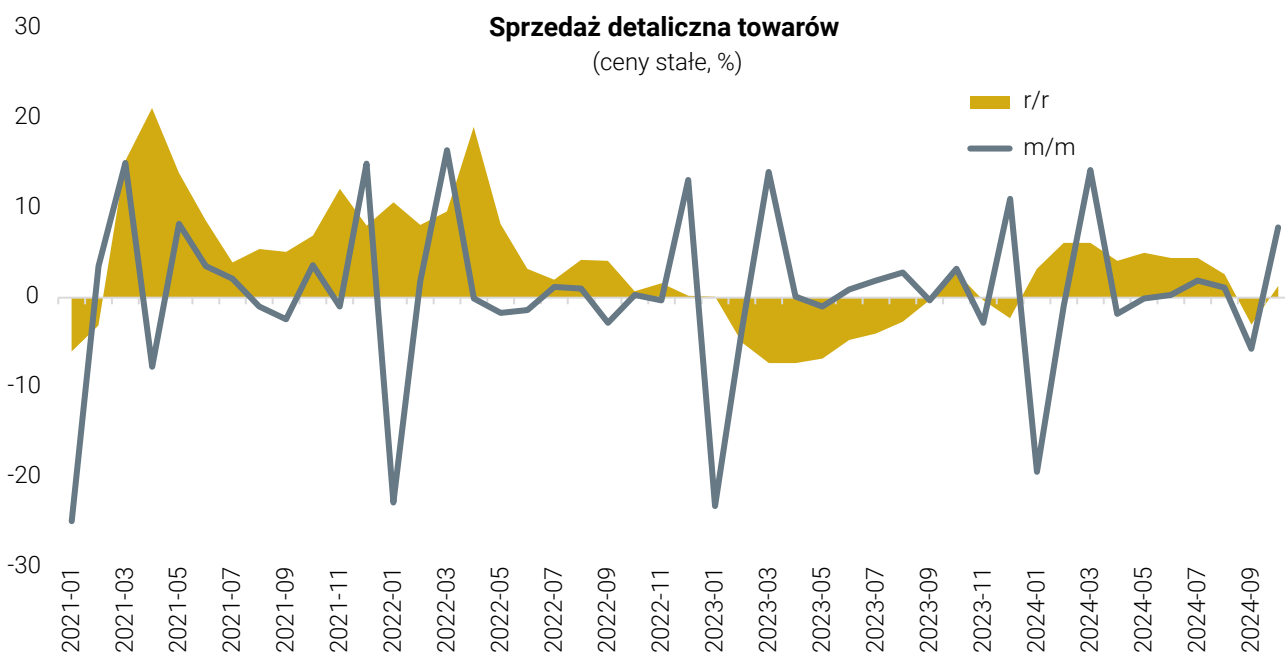


1.3.3. Sprzedaż detaliczna

Sprzedaż detaliczna (ceny stałe) była we wrześniu 2024 roku niższa niż rok wcześniej o 3,0% r/r. W całym III kwartale spadek, w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, wyniósł 1,5%. Natomiast sprzedaż w okresie styczeń-wrzesień 2024 była o 2,6%

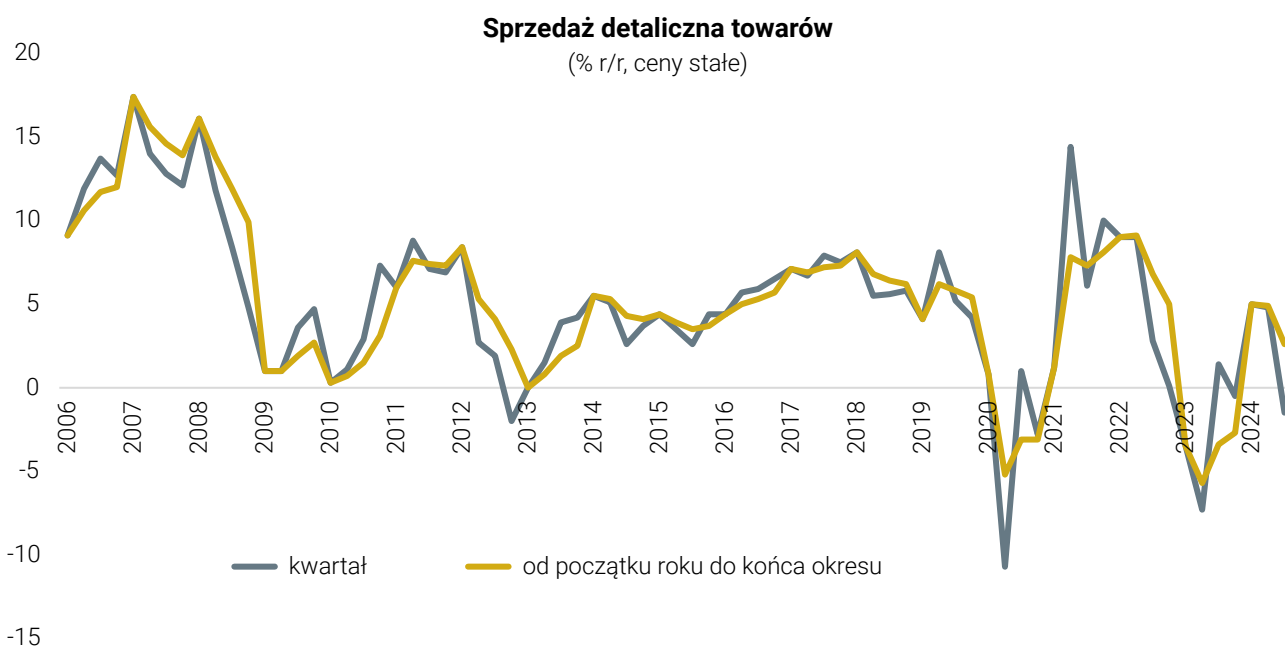
wyższa niż w pierwszych 9 miesiącach 2023 roku. Sprzedaż detaliczna ma bardzo silnie sezonowy charakter, co doskonale jest widoczne na wykresie nr 29, z poświęconym styczniem każdego roku jako miesiącem odpoczynku po świątecznym grudniu. Tworzy to powtarzający się co roku wzorec, zgodnie z którym przez jedenaście miesięcy odbywa

Wykres 27: Sprzedaż detaliczna towarów miesięcznie



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 28: Sprzedaż detaliczna towarów kwartalnie



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

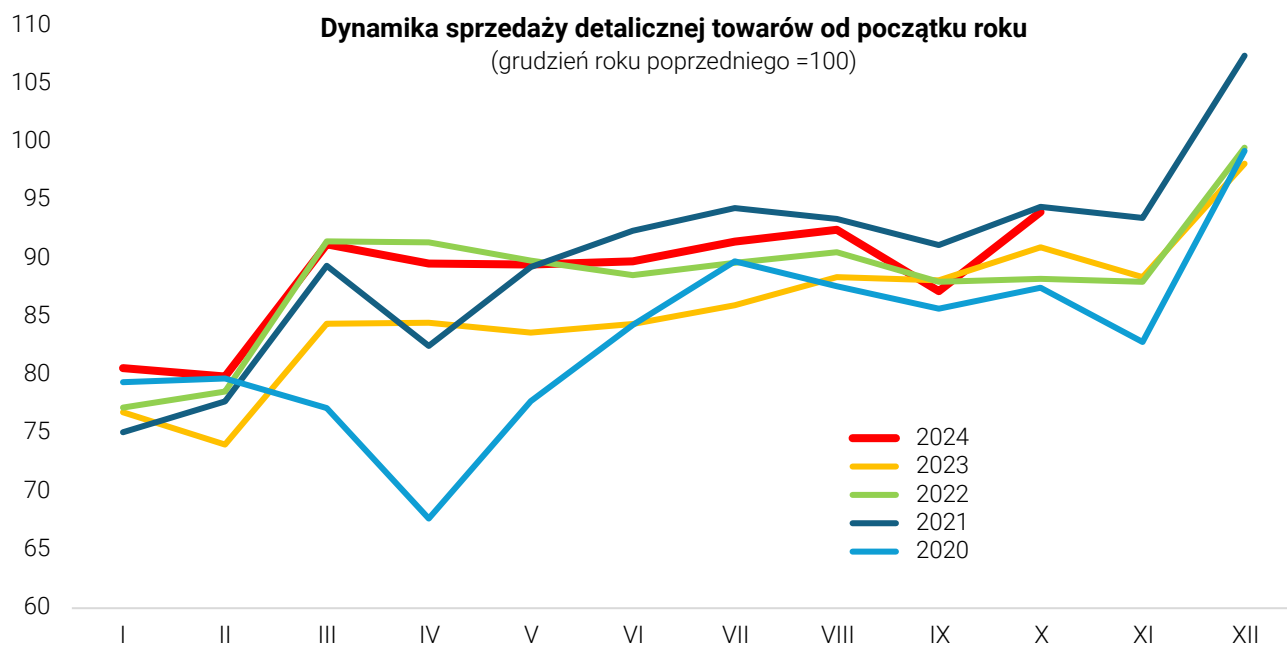


się mozolny powrót do wolumenu sprzedaży z grudnia poprzedniego roku i cała roczna dynamika realizuje się tak naprawdę dopiero w grudniu.

Zgodnie z danymi GUS we wrześniu, licząc od początku roku, saldo wymiany towarowej wyniosło 13 mld zł, na co złożył się eksport o wartości 1122,7 mld zł i import o wartości 1110 mld zł. W okresie styczeń - wrzesień eksport był niższy niż w analogicznym okresie roku poprzedniego 7,7% zaś import o 5,7% w ujęciu nominalnym.

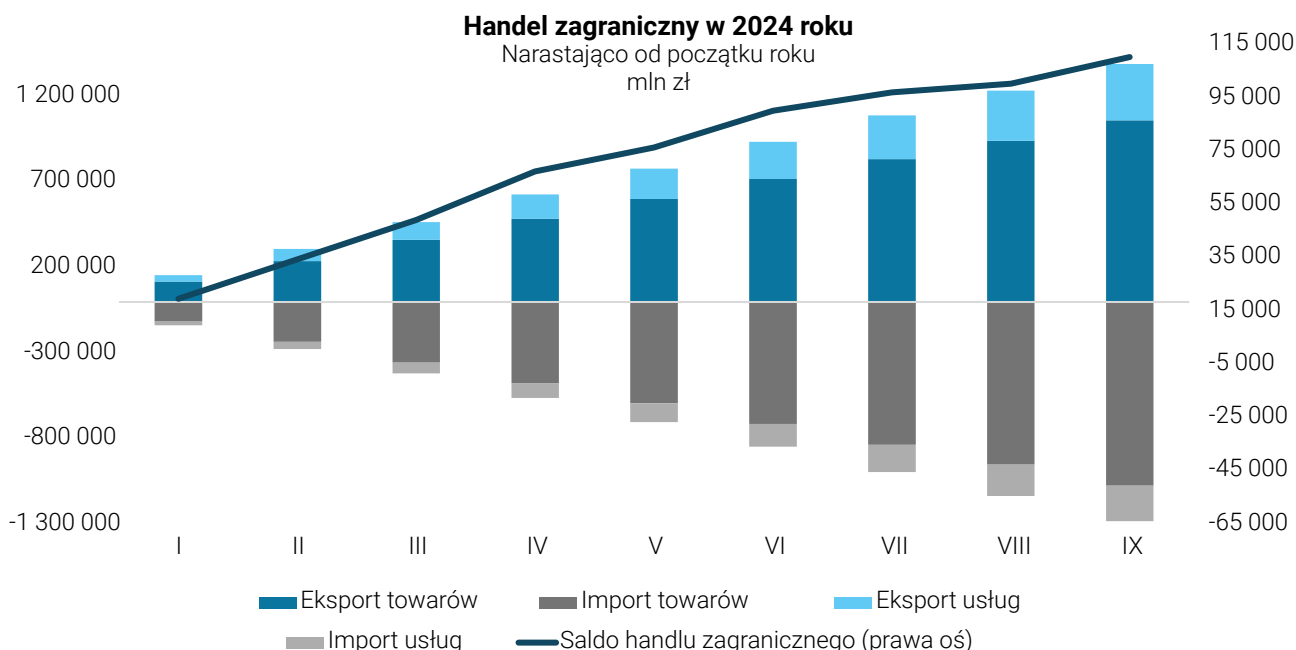
1.3.4 Handel zagraniczny i bilans płatniczy

Wykres 29: Sprzedaż detaliczna towarów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 30: Handel zagraniczny w 2024



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

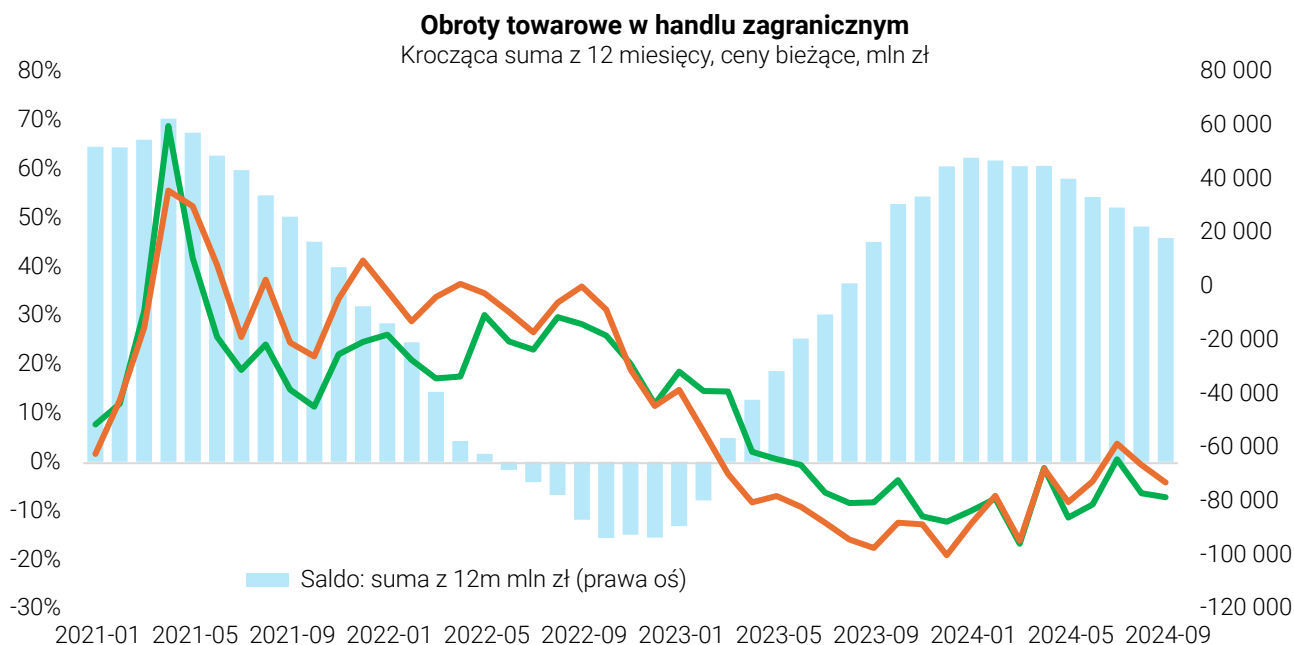


Według danych NBP było to odpowiednio 1061,2 mld zł i 1073,1 mld zł, zaś saldo wyniosło 11,9 mld zł. Ponadto NBP publikuje dane miesięczne o handlu usługami - na tej podstawie możliwe jest oszacowanie całego salda handlu zagranicznego. Od początku 2024 eksport usług wyniósł 328,9 mld zł zaś import 206,5 mld zł. Posługując się danymi banku central-

nego salda handlu zagranicznego po 8 miesiącach tego roku wyniosło 110,5 mld zł.

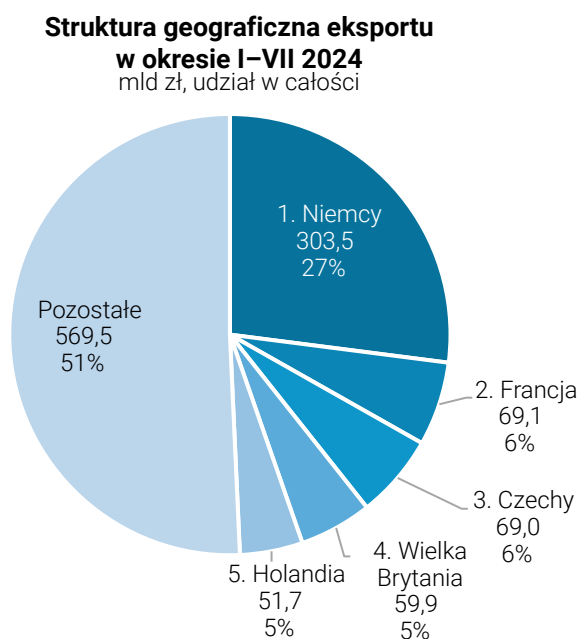
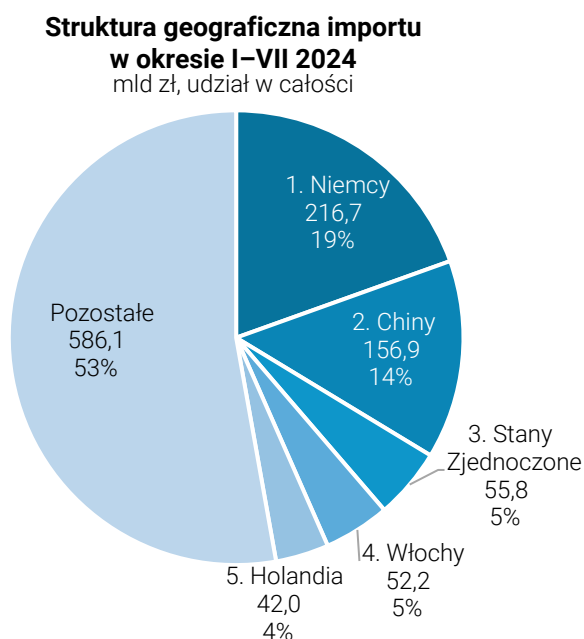
Według GUS we wrześniu 2024 r. eksport towarów w stosunku do września 2023 w ujęciu nominalnym spadł o 7%, zaś import towarów o 4%. W efekcie nastąpił spadek salda z +5,1 mld zł do +0,8 mld zł.

Wykres 31: Obroty towarowe z zagranicą, dane 12-miesięczne



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 32: Najważniejsi partnerzy handlowi



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

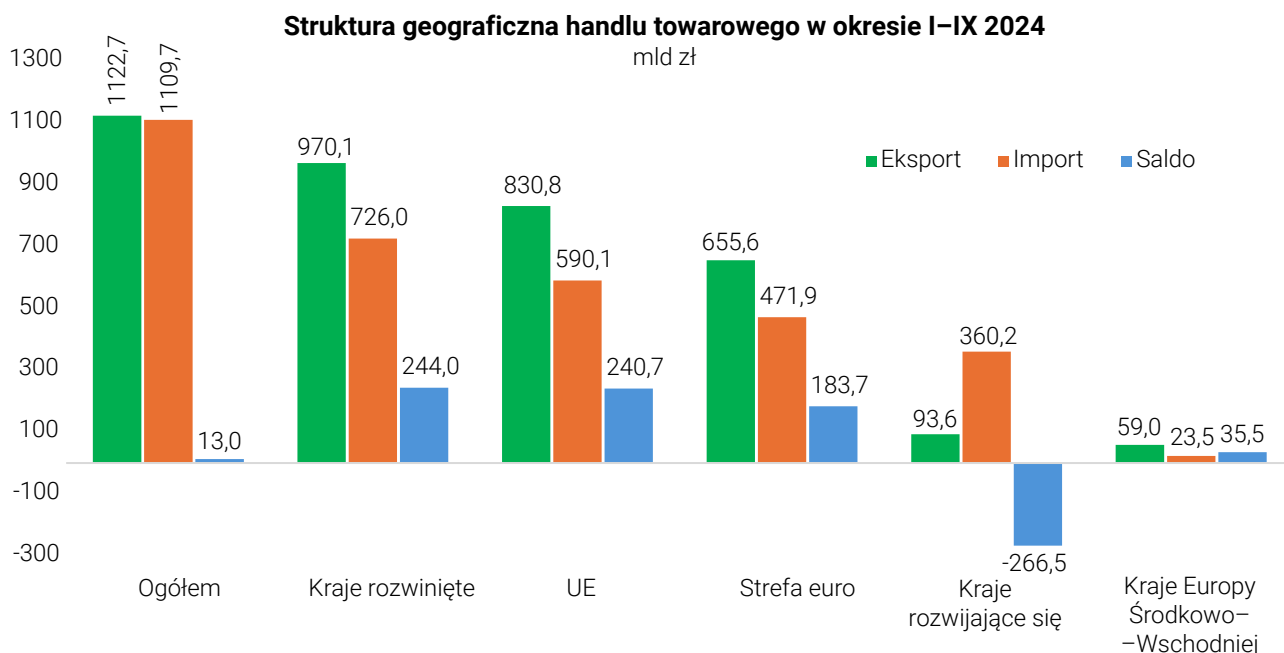


Wartość eksportu towarów w omawianym miesiącu wyniosła 125,3 mld zł, zaś wartość importu kształtowała się na poziomie 124,5 mld zł.

Według ostatnich danych opublikowanych przez NBP **saldo rachunku bieżącego, po pierwszych dziewięciu miesiącach**, było ujemne i wyniosło -1,9

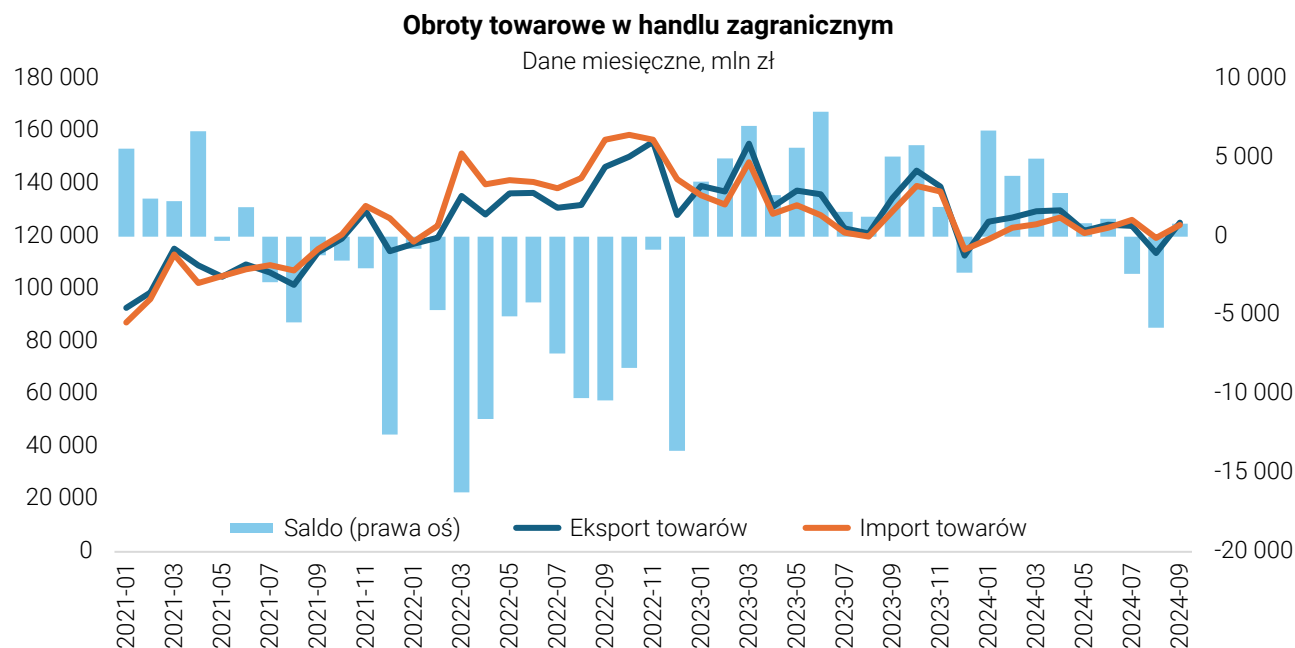
mld zł. (w okresie styczeń - wrzesień 2023 r. saldo rachunku bieżącego wynosiło +47,3 mld zł). Na wynik ten złożyło się dodatnie saldo w handlu usługami 122,4 mld zł, ujemne saldo w handlu towarami -11,9 mld zł, ujemne saldo dochodów pierwotnych -98 mld zł i dochodów wtórnych -14,4 mld zł.

Wykres 33: Struktura geograficzna handlu zagranicznego towarami



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 34: Obroty towarowe z zagranicą, dane miesięczne



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

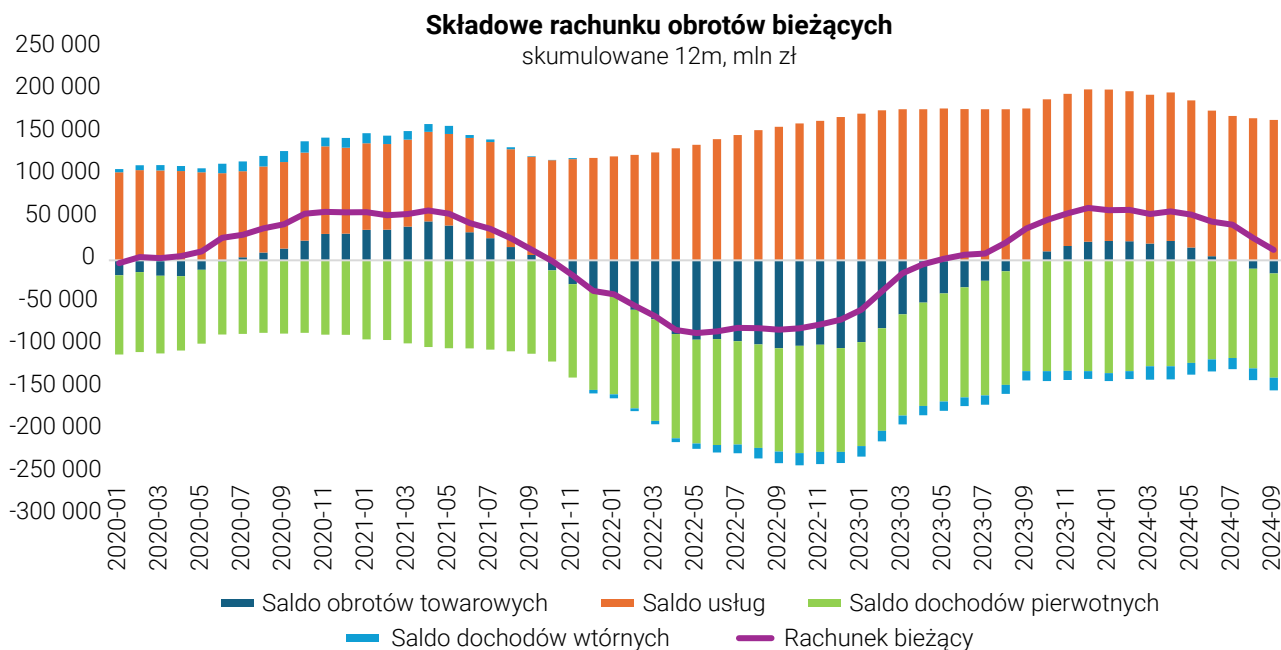


Polska w ciągu 20 lat bycia członkiem Unii Europejskiej w naturalny sposób stała się bardziej aktywnym uczestnikiem międzynarodowego handlu towarami i usługami. Od wejścia do Unii Europejskiej polski eksport towarów i usług zwiększył się prawie 6,5 razy, zaś import ok. 5,5 razy. Nominalny PKB wzrósł w tym czasie 4-krotnie.

1.4. Inflacja i polityka pieniężna

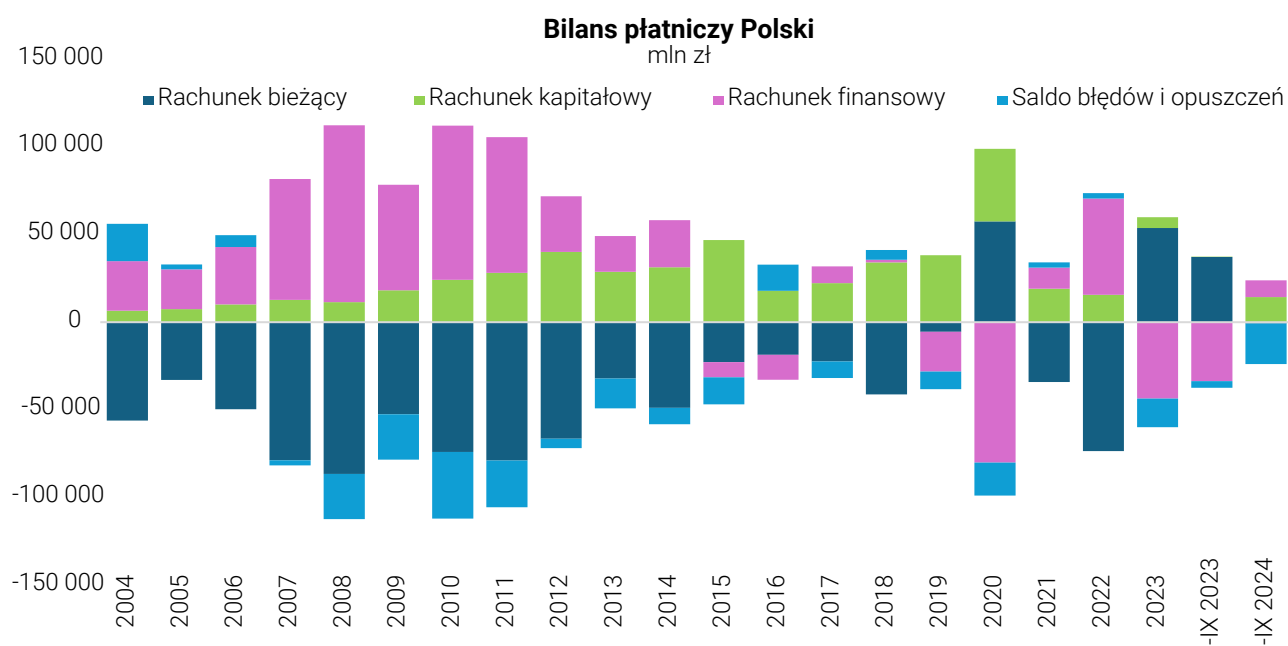
Na koniec III kwartału inflacja wyniosła 4,9% r/r i 0,1% m/m. Według szybkiego szacunku inflacji, październiku było to 5,0% r/r i 0,3% m/m. Jest to siódmy z rzędu miesiąc przyspieszania inflacji, która minimum (2% r/r) osiągnęła w marcu tego roku. Roczna inflacja

Wykres 35: Składowe rachunku obrotów bieżących



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Wykres 36: Składowe bilansu płatniczego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP



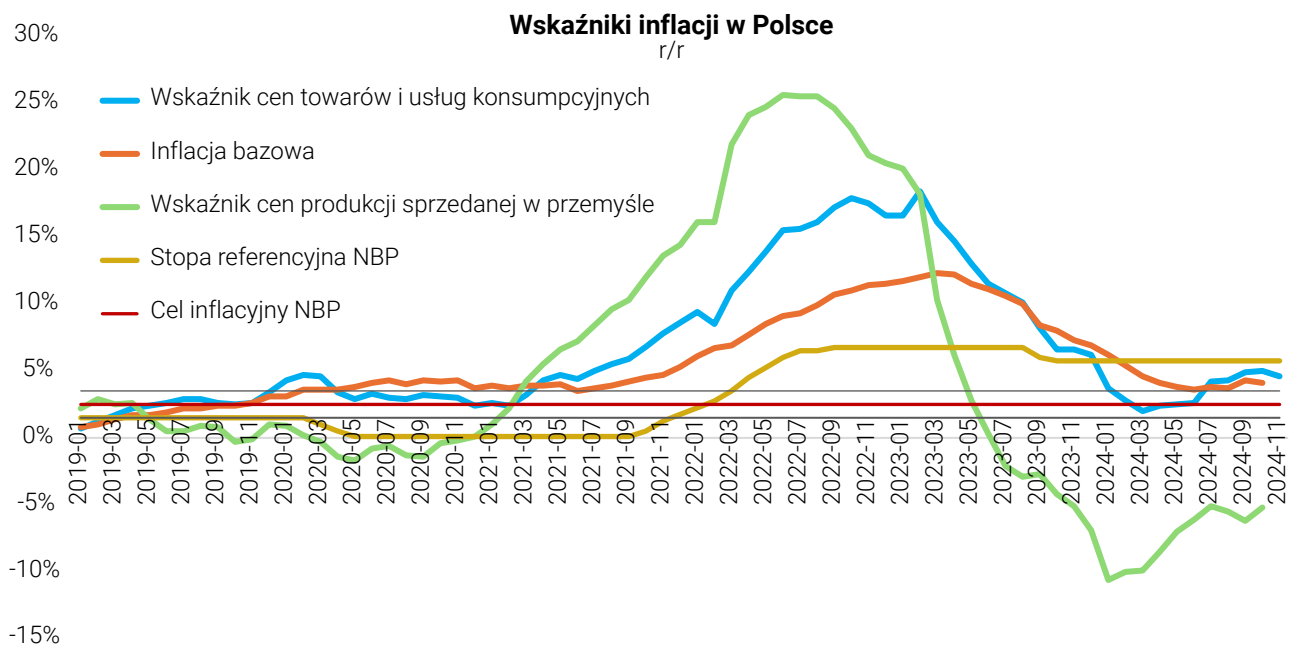
zgodnie z naszymi przewidywaniami osiągnęła 5% i do końca tego roku utrzyma się powyżej tej wartości.

Od początku tego roku wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych w ujęciu miesięcznym układają się zgodnie z typowym sezonowym wzorcem, z oczywistym wyjątkiem lipca, w którym

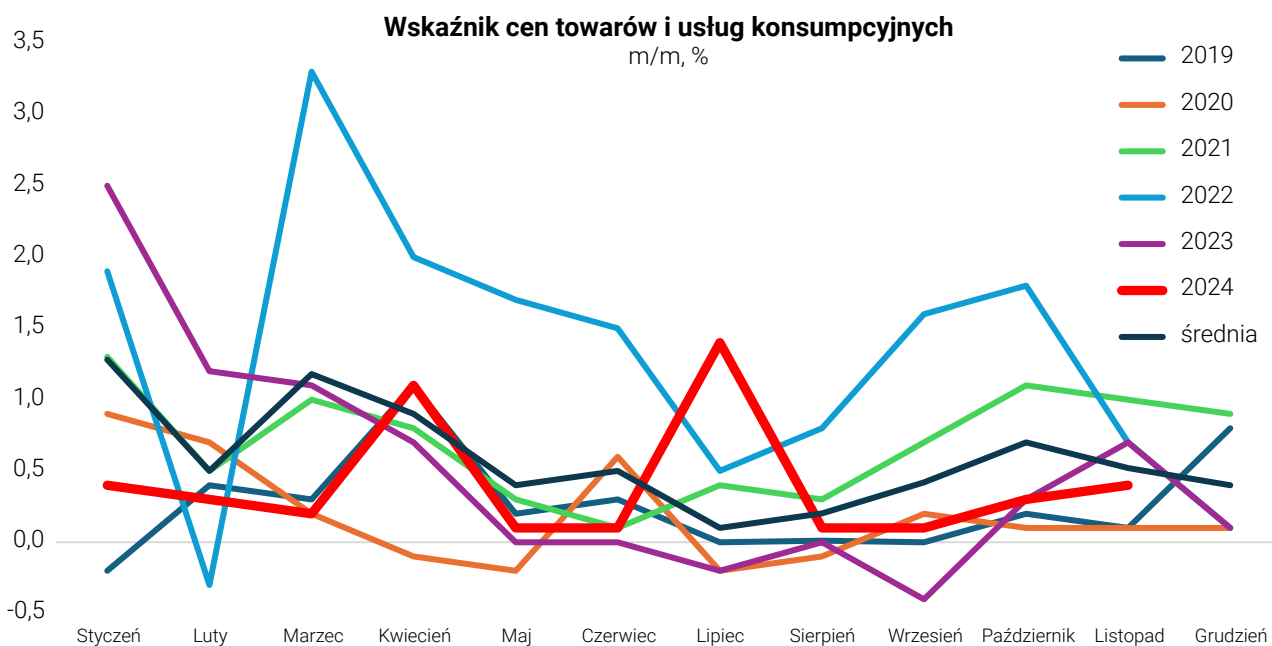
deregulacja cen energii spowodowała skokowy wzrost inflacji.

Gdyby nie „powrót z przeszłości” inflacji jaki miał miejsce w lipcu, narastające od początku tempo zmiany cen konsumpcyjnych byłoby bardzo zbliżone do charakteryzujących się niską inflacją lat 2019 i 2020 (wykres nr 38).

Wykres 37: Inflacja w Polsce



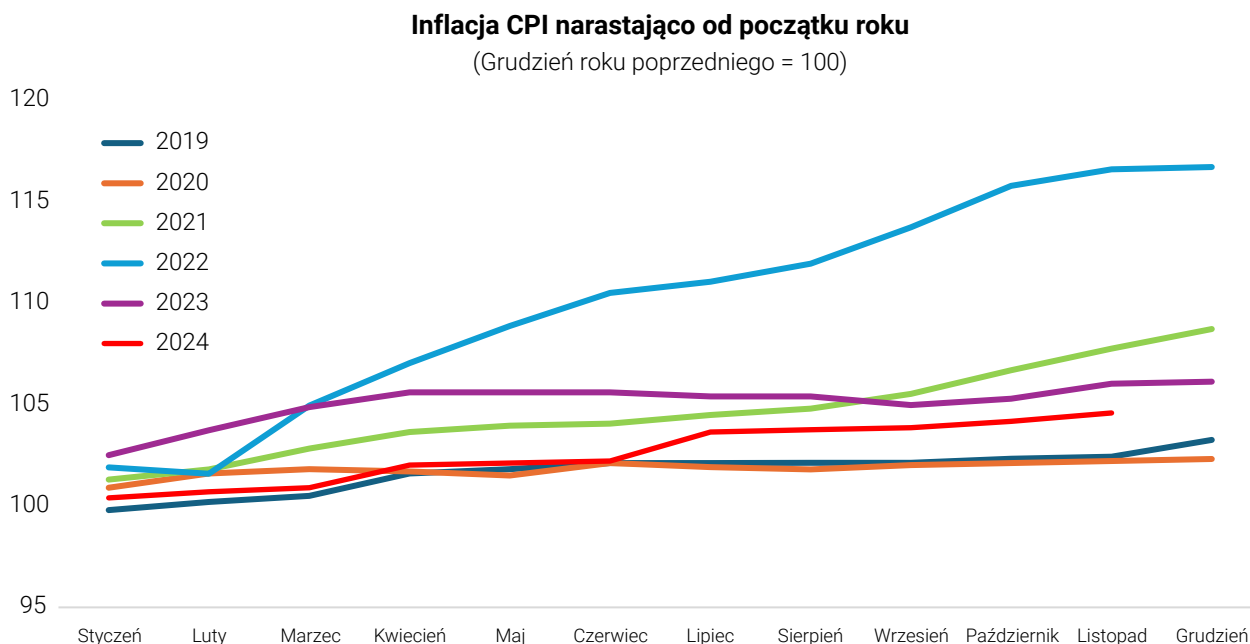
Wykres 38: Sezonowość inflacji



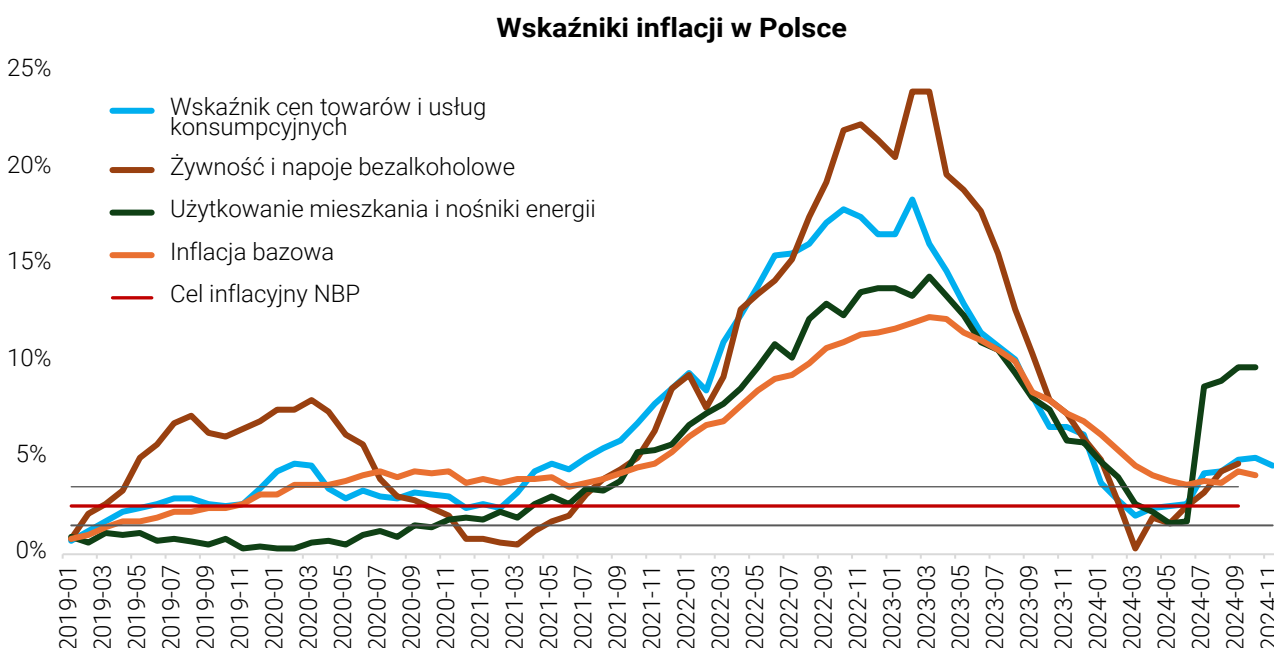


Oczyszczona z cen energii i żywności, inflacja bazowa wyniosła we wrześniu br. 4,3% r/r wobec 3,7% miesiąc wcześniej. Nadal pozostaje więc niższa od CPI, jednak biorąc pod uwagę, że we wrześniu ogólny roczny wskaźnik wzrost bardziej niż wskaźniki żywności i paliw należy oczekiwać, że inflacja bazowa stanie się głównym czynnikiem wpływającym

na inflację CPI. Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle nadal wskazują na deflację i to po odczycie za wrzesień coraz silniejszą. W przypadku przemysłu ceny spadły o 6,3% r/r i 0,5% m/m. W budownictwie ceny w ujęciu rocznym nadal rosły, było to 5% r/r i 0,3% m/m. Tempo wzrostu cen jest z miesiąca na miesiąc coraz niższe.

Wykres 39: Sezonowość inflacji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 40: Składowe inflacji

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

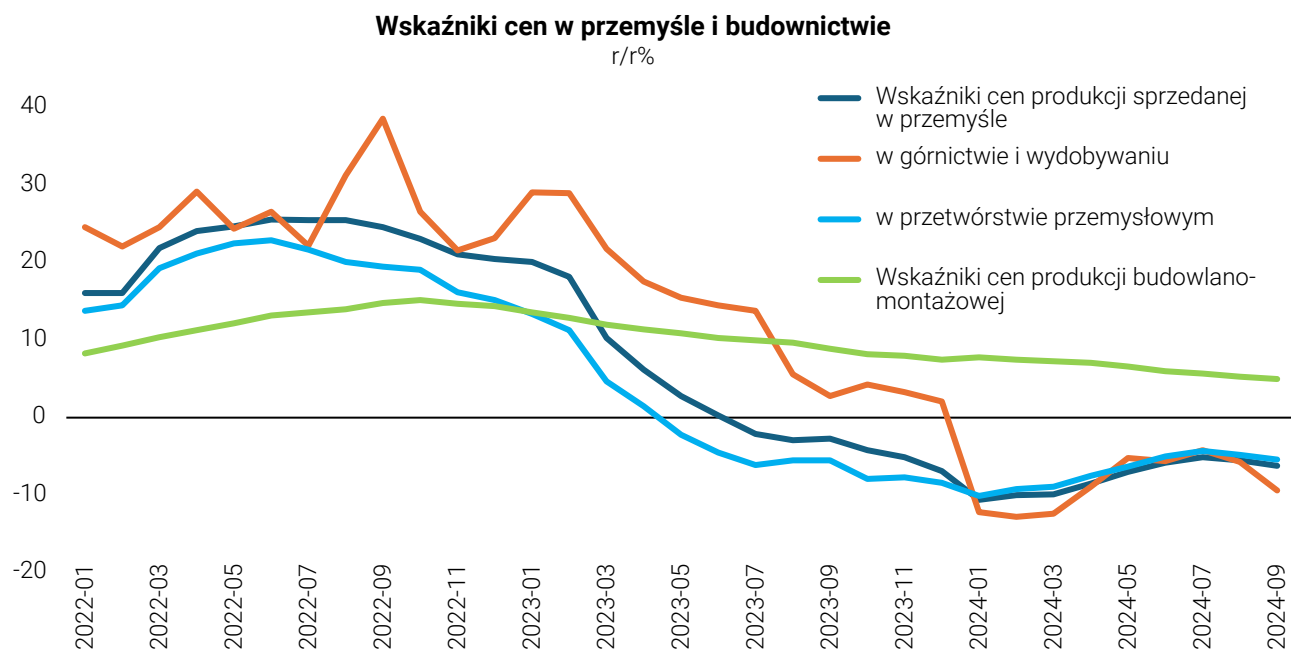


W przypadku produkcji budowlano-montażowej najwolniej rosły ceny w budownictwie mieszkaniowym: 4,7%r/r, największy wzrost odnotowały ceny w branży obiektów inżynierii lądowej: 5,4%.

Wykresy 42a, 42b i 42 ilustrują różnicę w zachowaniu się cen w przemyśle i budownictwie. Ceny

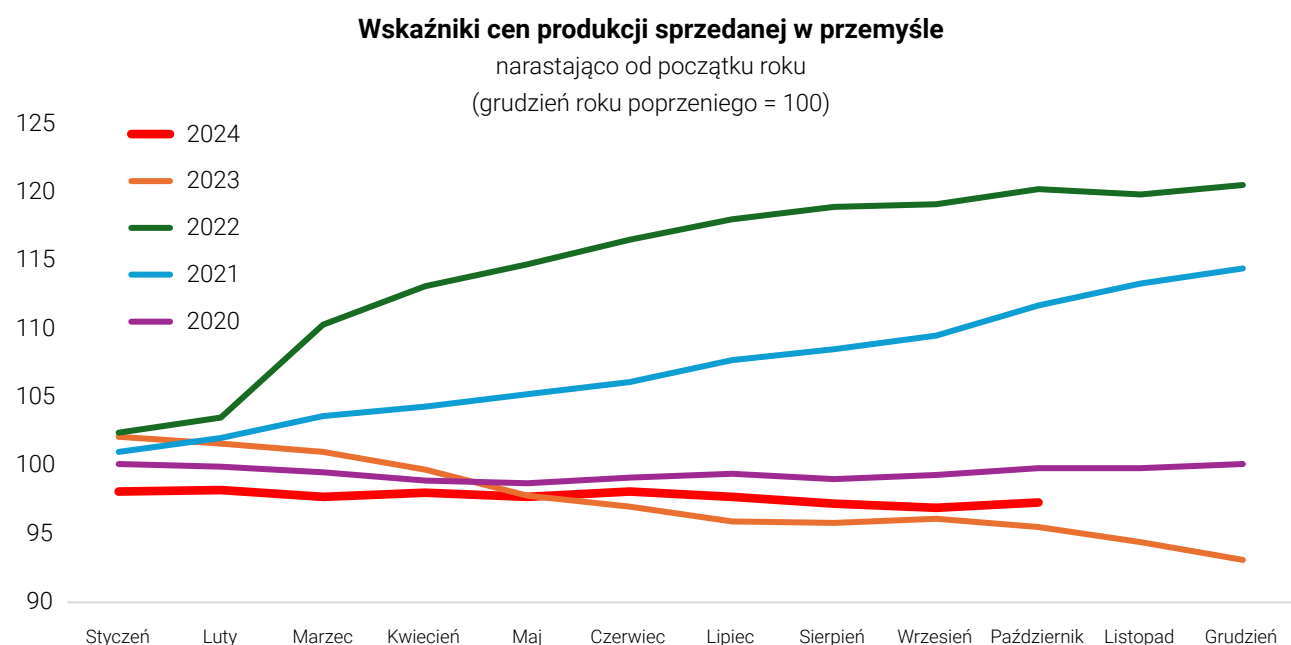
produkcji budowlano-montażowej charakteryzuje niższa dyspersja w poszczególnych latach niż ma to miejsce w przemyśle, choć różnica nie jest duża. W obu działach widać zróżnicowanie koniunktury w poszczególnych latach. Natomiast w budownictwie, w odróżnieniu od przemysłu, widoczny jest systematyczny wzrost cen. Ceny produkcji budow-

Wykres 41: Ceny producentów



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 42a: Wskaźniki cen produkcji sprzedanej w przemyśle



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

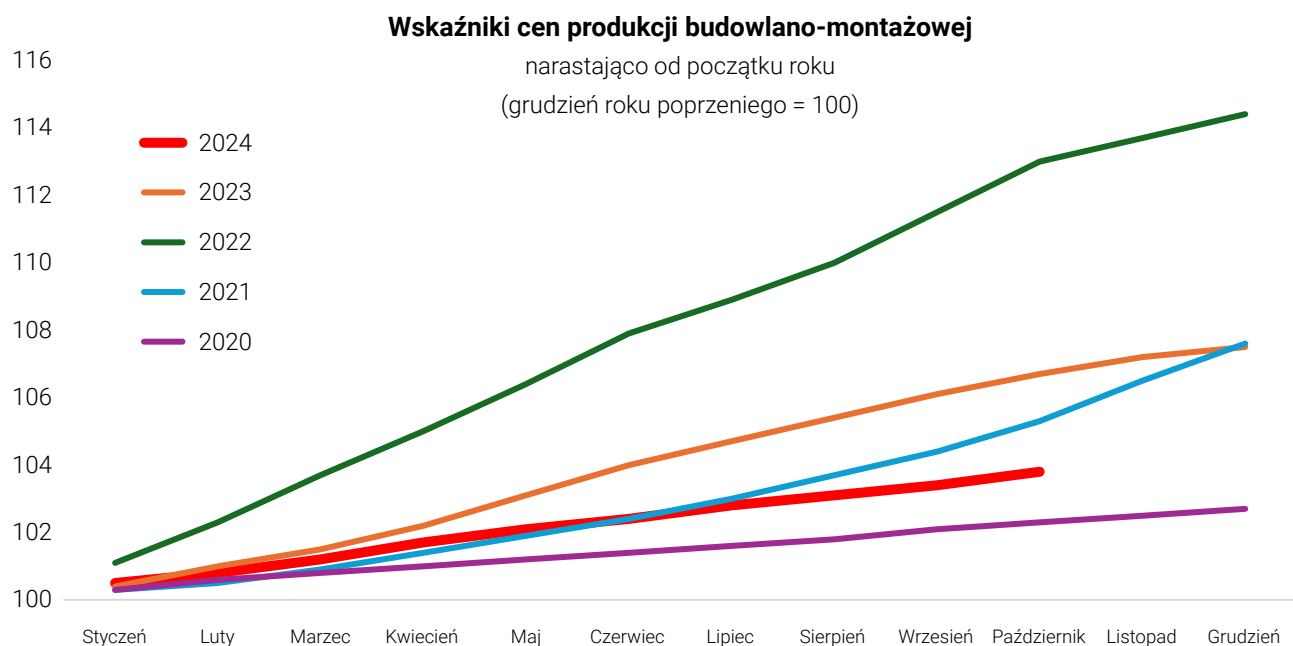


lano montażowej były we wrześniu br. o 41% wyższe niż w grudniu 2019 roku. Ceny produkcji sprzedanej w przemyśle wzrosły w tym okresie o 24,5%.

W III kwartale polityka pieniężna prowadzona przez RPP nie uległa zmianie. Stopy banku centralnego pozostały na niezmiennym poziomie. Po zakończeniu

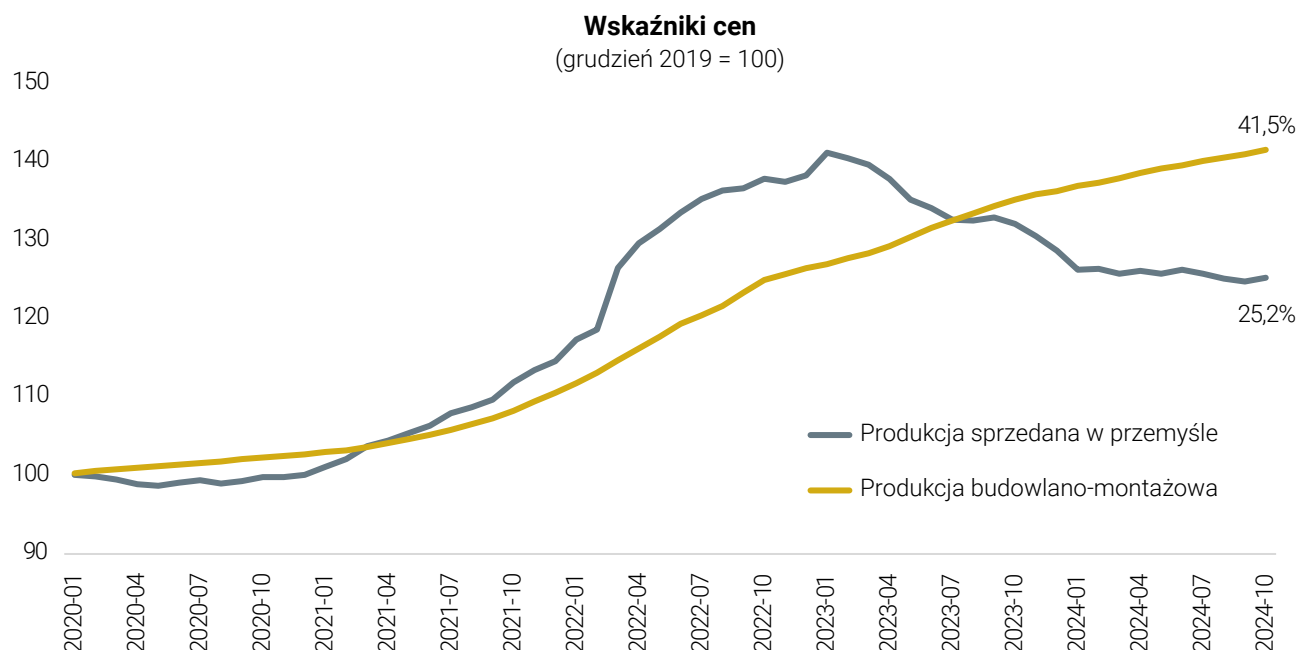
omawianego okresu odbyły się trzy kolejne posiedzenia. Podczas konferencji po grudniowym posiedzeniu RPP prezes Rady, prof. Adam Glapiński zaprezentował zaskakująco „jastrzębie” nastawienie, sugerując, iż w 2025 roku nie należy spodziewać się obniżek. Spotkało się to z medialnym sprzeciwem niektórych członków Rady. L. Kotecki na przykład wskazał, iż

Wykres 42b: Wskaźniki cen produkcji budowlano-montażowej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS

Wykres 43: Porównanie wskaźników cen w przemyśle i budownictwie.



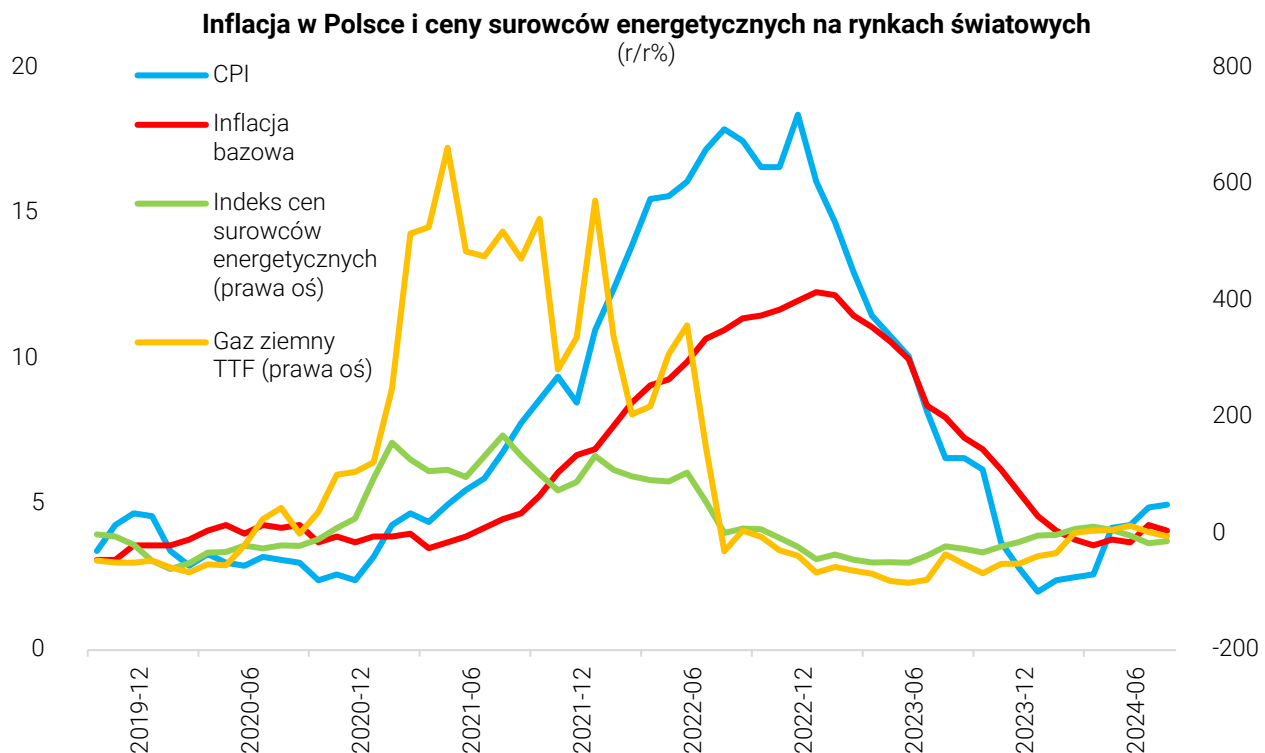
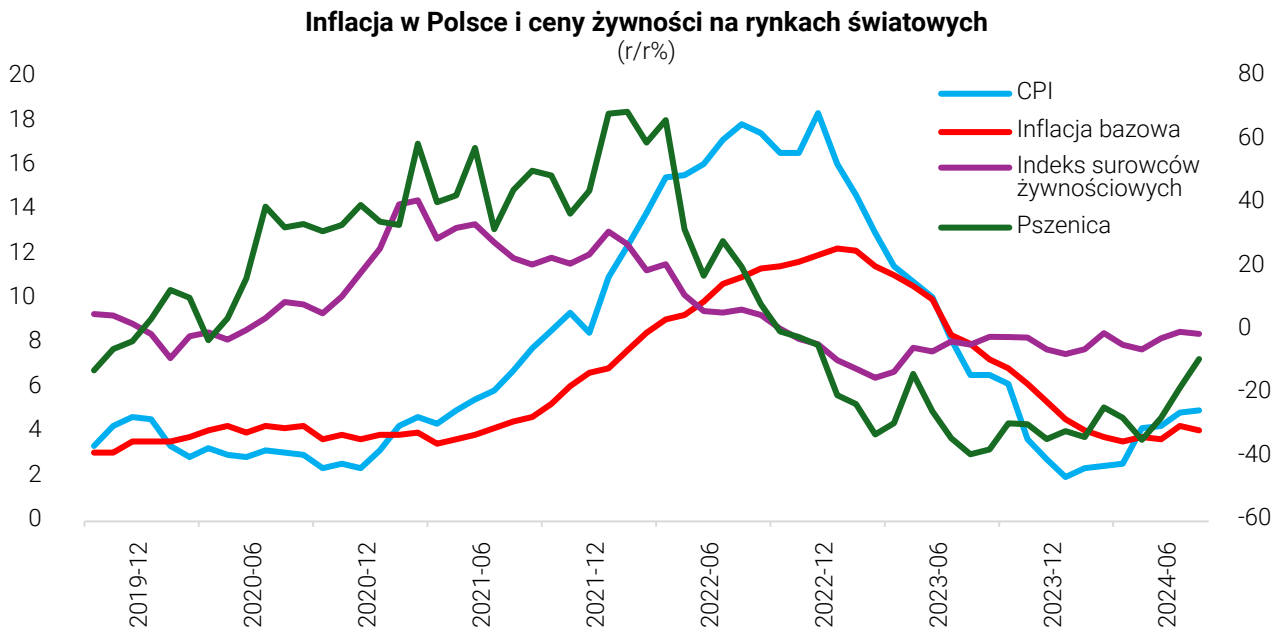
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS



opinie wygłoszone przez prof. Glapińskiego nie oddawały treści dyskusji podczas posiedzenia, że marzec 2025 będzie miesiącem, w którym może rozpocząć się dyskusja nad obniżkami stóp. Obecne stopy obowiązują już ponad rok, od 5 października 2023 roku. Lipcowa projekcja inflacji i PKB zawiera nowe szacunki wpływu tarczy inflacyjnej związanej z cenami

energii, o której wiadomo już, iż została wprowadzona w życie. Według szacunków NBP zamrożenie cen nośników energii dla gospodarstw domowych powinno przełożyć się na obniżenie inflacji 1,2-1,3 punktu procentowego, w okresie działania tarczy. Zdaniem NBP skutkiem zamrożenia cen będzie także nieco wyższa dynamika realna PKB.

Wykres 44: Inflacja w Polsce i ceny surowców



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP i MFW



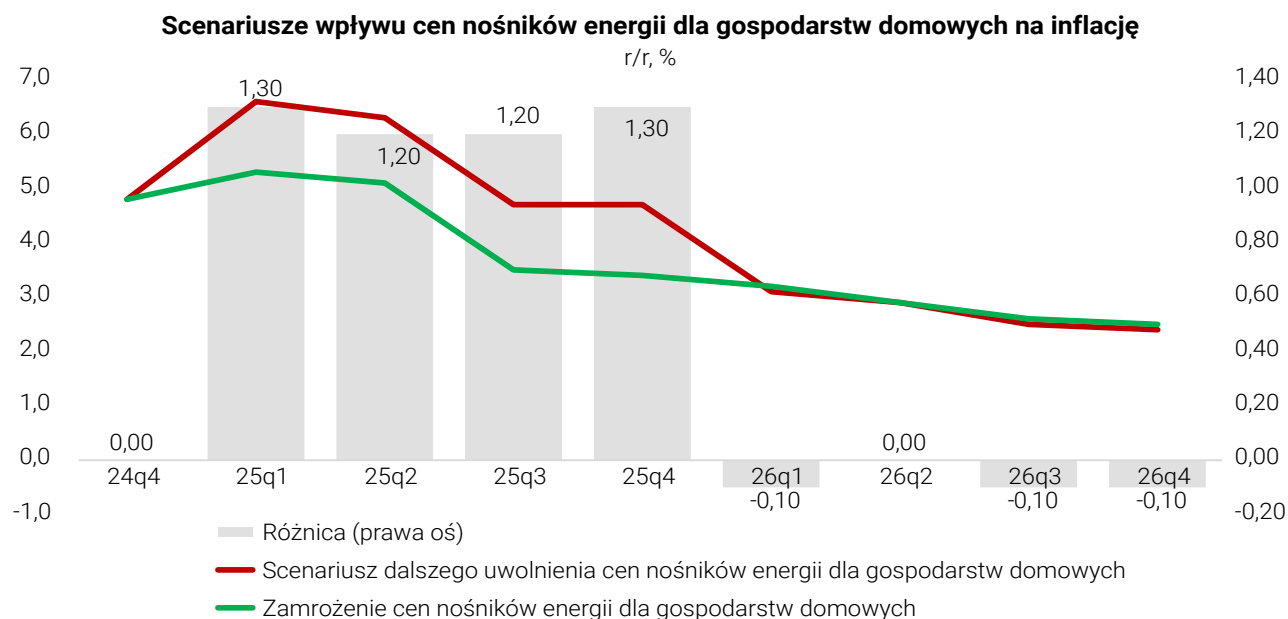
1.5. Polityka fiskalna i gospodarcza

Planowany na 2024 rok deficyt budżetu w wysokości 184 mld zł stanowi 5,1% PKB. W okresie styczeń-wrzesień deficyt wyniósł 107,3 mld zł, co stanowi 58% planu na ten rok. Najnowszy odczyt po raz kolejny potwierdził, że nie ma mowy o wyniku lepszym od założonego w budżecie. Katastrofalne powodzie zmusiły rząd do przygotowania nowelizacji ustawy budżetowej. Ofiarą

powodzi padł już tak wyczekiwany kredyt mieszkaniowy „zero procent”. Środki zarezerwowane w tegorocznym budżecie na ten cel (ok. 500 mln zł), zostały przesunięte na usuwanie skutków powodzi. To oczywiście nie koniec manewrów budżetowych, stąd w naszej opinii nowelizacja budżetu jest przesądzona.

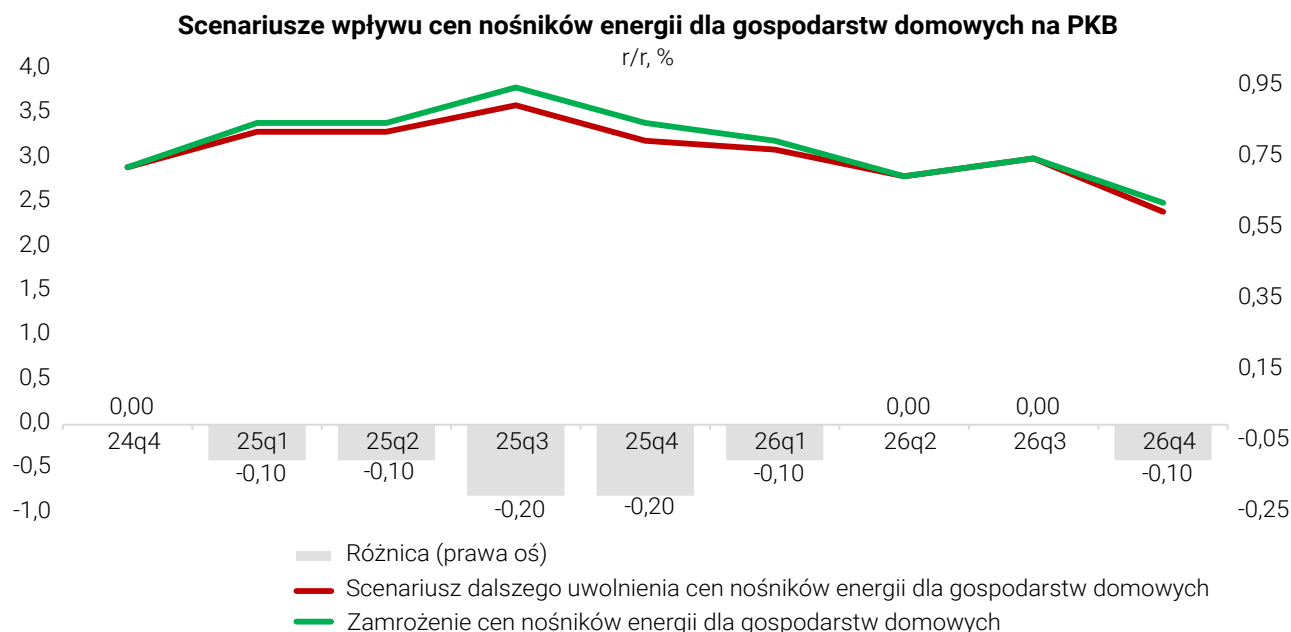
Do sejmu trafił projekt nowelizacji ustawy budżetowej na rok 2024, przyjęty przez Radę Ministrów 29

Wykres 45: Wpływ zamrożenia cen energii na inflację



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

Wykres 46: Wpływ zamrożenia cen energii na PKB



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP

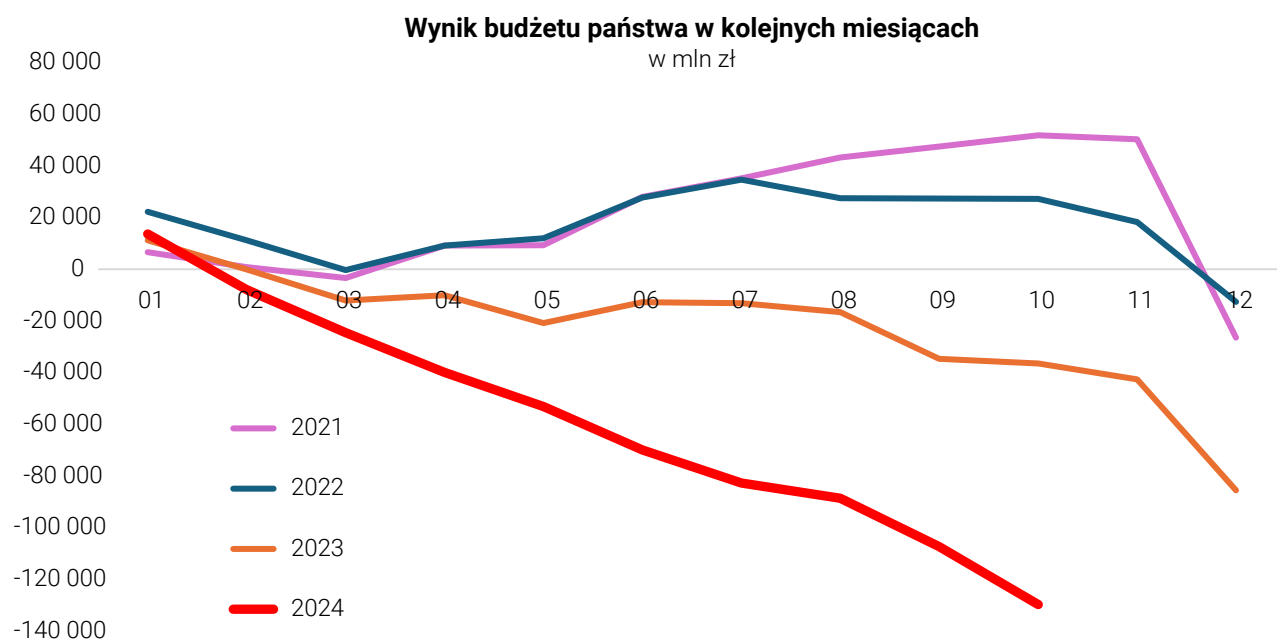


października br. Jako przyczyny wniosku o nowelizację rząd wskazał:

- Konieczność zwiększenia dotacji dla samorządów w związku z niedostatecznym finansowaniem zapewnionym przez wprowadzone w ostatnich latach zmiany, polegające przede wszystkim na zlikwidowaniu bezpośredniej partycypacji JST w dochodach z PIT, celem jest za-
- Niższe od planowanych dochody budżetowe, wynikające ze zmiany parametrów makroekonomicznych: niższa średnioroczna inflacja (3,7% zamiast 6,6% w obowiązującej ustawie), niższe tempo wzrostu PKB (6,8% nominalnie zamiast 9,5%) i niższe tempo

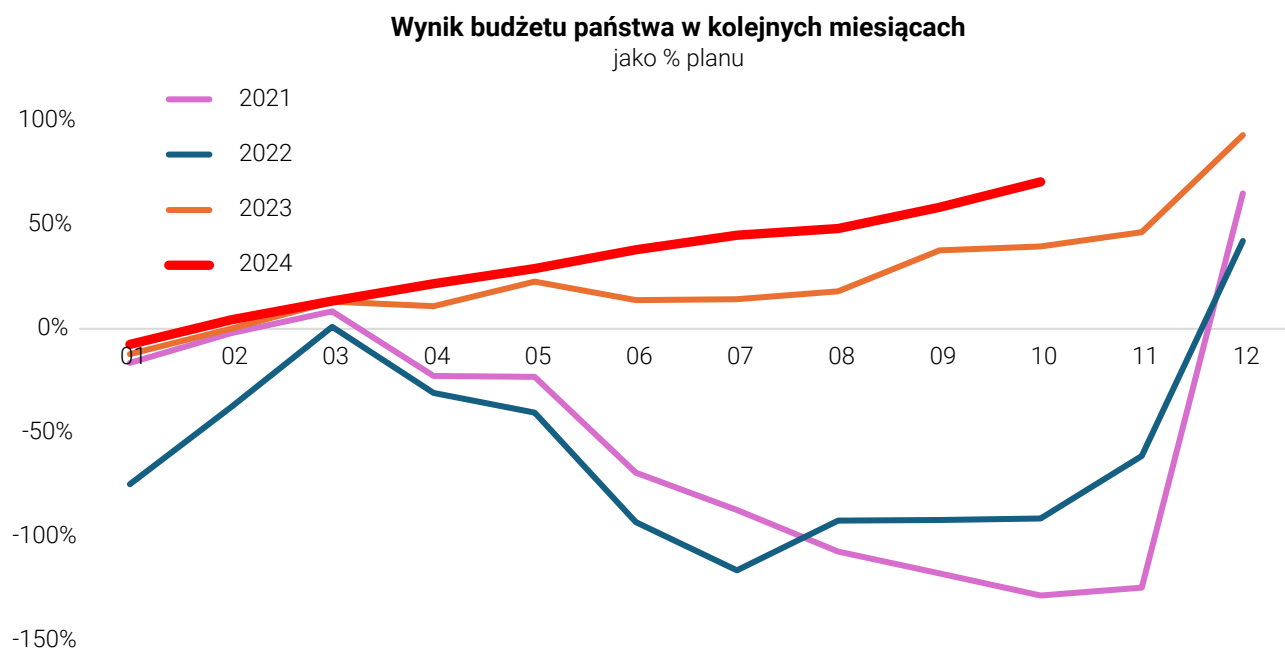
pewnienie płynności finansowej samorządów; na ten cel przeznaczono 10 mld zł,

Wykres 47: wykonanie budżetu państwa



Źródło: opracowanie własne na podstawie Ministerstwa Finansów

Wykres 48: wykonanie budżetu państwa



Źródło: opracowanie własne na podstawie Ministerstwa Finansów



wzrostu spożycia prywatnego (8% nominalnie zamiast 12%).

Projekt nowelizacji przewiduje spadek dochodów o 56,3 mld zł i analogiczny wzrost deficytu do 240,3 mld zł. Projekt nie przewiduje zmiany ogólnej kwoty wydatków, a jedynie przesunięcia między poszczególnymi pozycjami.

Deficyt budżetu państwa w wysokości 240,3 mld zł będzie stanowił 6,6% PKB, przy założeniu jego wzrostu w tempie przewidzianym w nowelizacji. Limit deficytu zawarty w obowiązującej ustawie stanowi 5,1% PKB, natomiast uwzględniając wzrost kwoty deficytu oraz wolniejszy wzrost PKB, relacja ta wyniesie na koniec 2024 roku 6,6%.

Wzrost limitu deficytu budżetu państwa wymusił zwiększenie potrzeb pożyczkowych netto do kwoty 308,6 mld zł wobec 252,3 w obowiązującej ustawie. Wzrost zadłużenia przewidziany jest w części krajowej, przy czym zgodnie z uzasadnieniem do projektu nowelizacji, na wzrost finansowani krajowego mają się złożyć wzrost emisji skarbowych papierów wartościowych o 11 mld zł i wzrost salda na rachunkach złotych budżetu o 44,1 mld zł. W przypadku finansowania zagranicznego ma nastąpić jego wzrost o 1,2 mld zł, co zostanie zrealizowane poprzez zmniejszenie emisji papierów skarbowych na rynkach zagranicznych o 2,7 mld zł i zwiększenia

wykorzystania zgromadzonych środków walutowych o 3,9 mld zł. W rezultacie zadłużenie Skarbu Państwa wzrośnie z wynikających z obowiązującej ustawy 43,9% PKB do 45,5% PKB.

1.6. Sektor bankowy: zdolność do finansowania gospodarki i zagrożenia

W kontekście negatywnych zjawisk w zakresie poziomu inwestycji w polskiej gospodarce i potrzeby ich wzrostu bardzo istotna jest kwestia finansowania. W skali gospodarki nie jest bowiem możliwe pokrycie kosztów wyłącznie własnymi środkami. Kredyt jest więc kluczowy, a co za tym idzie, zwiększenie nakładów na środki trwale wymaga udziału systemu bankowego.

Jak wielokrotnie podnosiliśmy, dźwignia finansowa stosowana przez polskie firmy jest niewielka. Pod względem relacji kredytu dla prywatnego sektora niefinansowego do PKB nasz kraj znajduje się mocno poniżej Czech i Węgier, niewiele ponad Turcją (Wykres 50).

W przypadku kredytu dla sektora rządowego Polska także znajduje się pod koniec listy, jednak różnica w stosunku do średniej jest znacznie niższa. To wskazuje na istnienie zjawiska trade-off, w którym sektor rządowy wypiera sektor prywatny z rynku kredytowego. Podatek bankowy swoją konstrukcją

Tabela: Zmiany podstawowych wielkości budżetu państwa w 2024 r.

Wyszczególnienie	Ustawa budżetowa 2024	Zmiana (4-2)	Projekt nowelizacji 2024
	w tys. zł		
1	2	3	4
Dochody ogółem	682.375.747	-56.300.000	626.075.747
Wydatki ogółem	866.375.747		866.375.747
Deficyt	184.000.000	56.300.000	240.300.000
Kwota wydatków (art. 112aa ust.1 ufp)	1.703.995.918		1.703.995.918
Limit wydatków (art. 112aa ust. 3 ufp)	1.319.104.776		1.319.104.776

Źródło: Uzasadnienie do nowelizacji ustawy budżetowej na 2024 r.



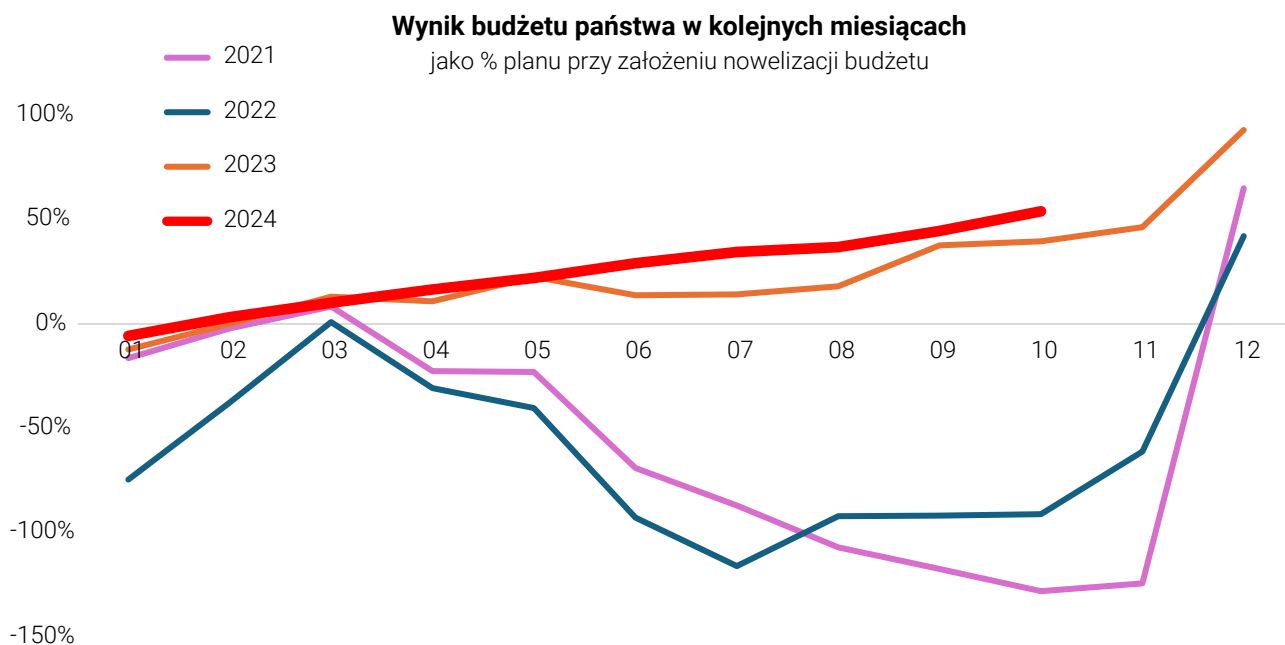
jeszcze je wzmacnia, jego nieoficjalna nazwa „podatek od kredytów” nie pojawiła się bez powodu.

Mimo niskiego poziomu tego wskaźnika, ulega on spadkowi od 2017 roku. Oznacza to, iż gospodarka rośnie szybciej niż kredyt, który ją finansuje. Nie ulga wątpliwości, iż zbyt wysoka dźwignia finansowa

tworzy ryzyko systemowe jednak Polska znajduje się z dużym zapasem pod jakimkolwiek limitem.

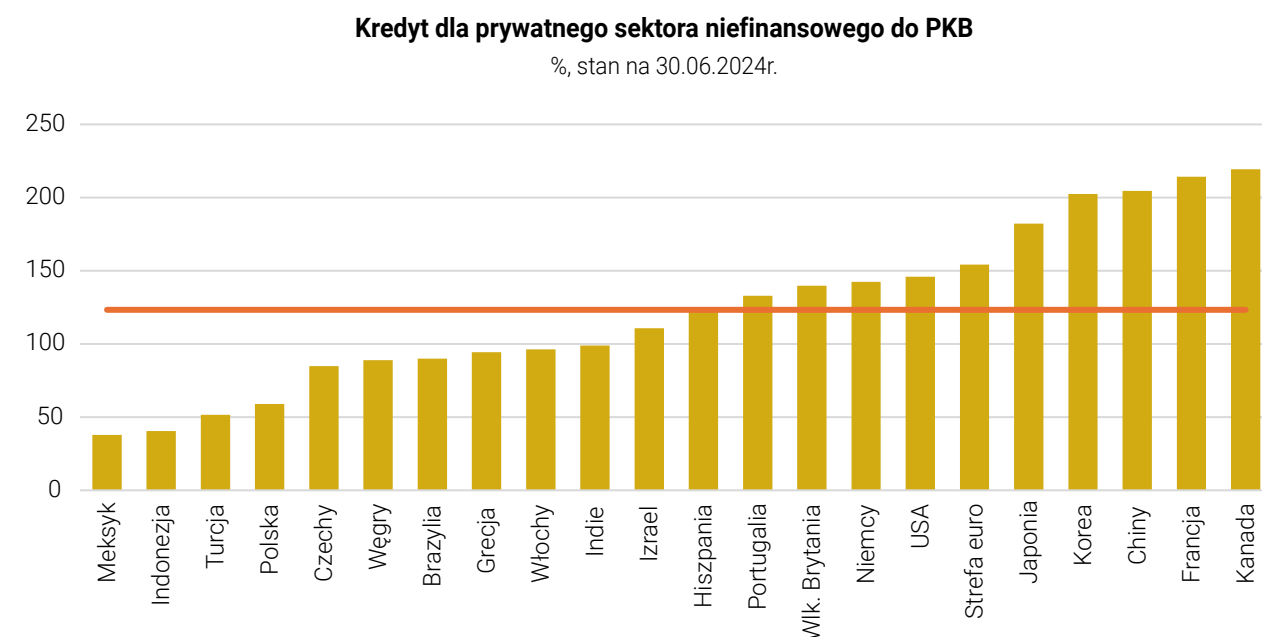
Długookresowym źródłem finansowania kredytu mogą być tylko oszczędności krajowe. W latach 2000-2023 nadwyżka udziału inwestycji w PKB nad udziałem oszczędności krajowych w PKB wynosiła

Wykres 49: Wykonanie budżetu państwa przy założeniu nowelizacji budżetu



Źródło: opracowanie własne na podstawie Ministerstwa Finansów

Wykres 50: Kredyt dla prywatnego sektora niefinansowego jako % PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS

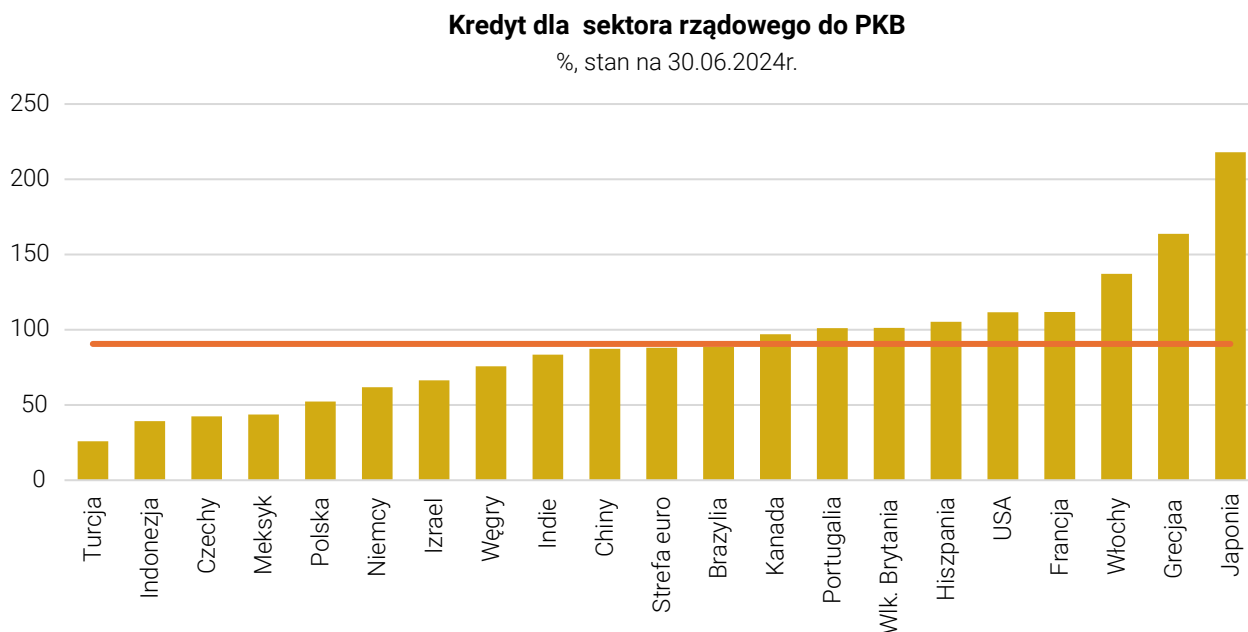


przeciętnie 2,7% PKB. W okresie ostatnich 10 lat nadwyżka ta wynosiła średnio już tylko 0,8%. Spadek tej wartości wiąże się z ustaniem bardzo wysokich inwestycji zagranicznych w dekadzie po wejściu Polski do Unii Europejskiej, co było zjawiskiem, na którego powtórkę nie można liczyć w przyszłości. Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Wa-

lutowego nadwyżka w latach 2024-2029 wyniesie 0,3% PKB. To pokazuje jak duże znaczenie dla utrzymania wzrostu gospodarczego Polski mają i będą mieć oszczędności krajowe.

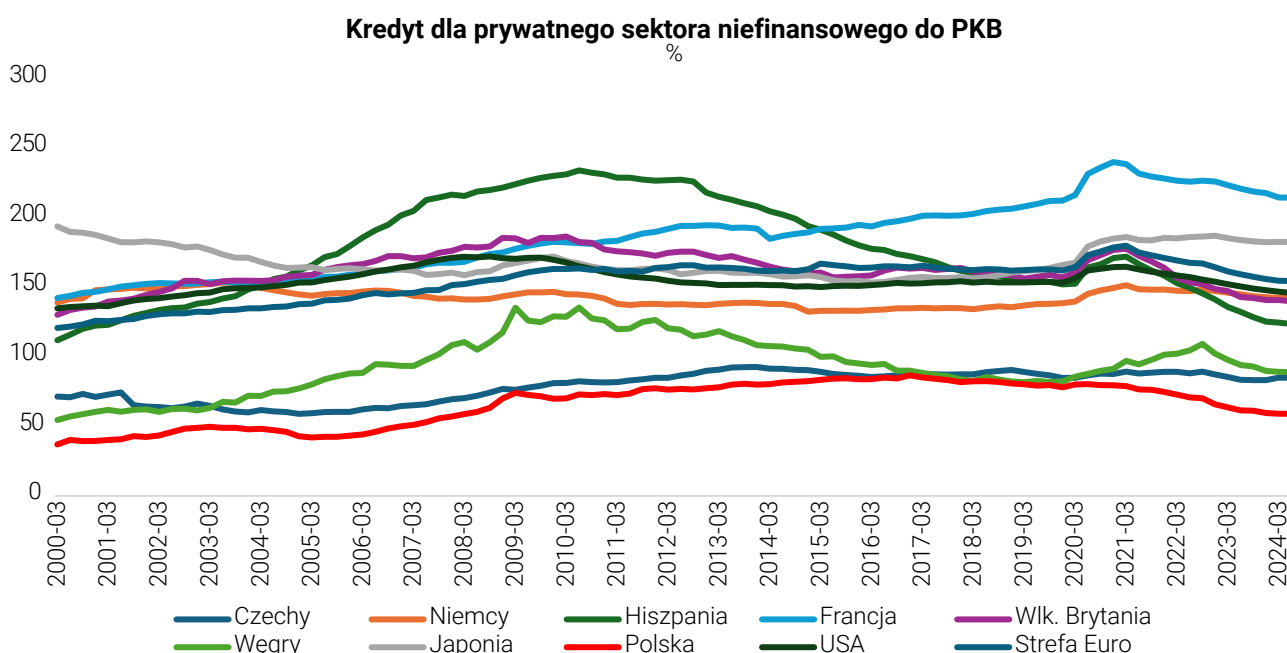
Depozyty bankowe są i długo jeszcze pozostaną podstawową formą oszczędności gospodarstw domowych. To

Wykres 51: Kredyt dla sektora finansowego jako % PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS

Wykres 52: Kredyt dla prywatnego sektora niefinansowego jako % PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BIS

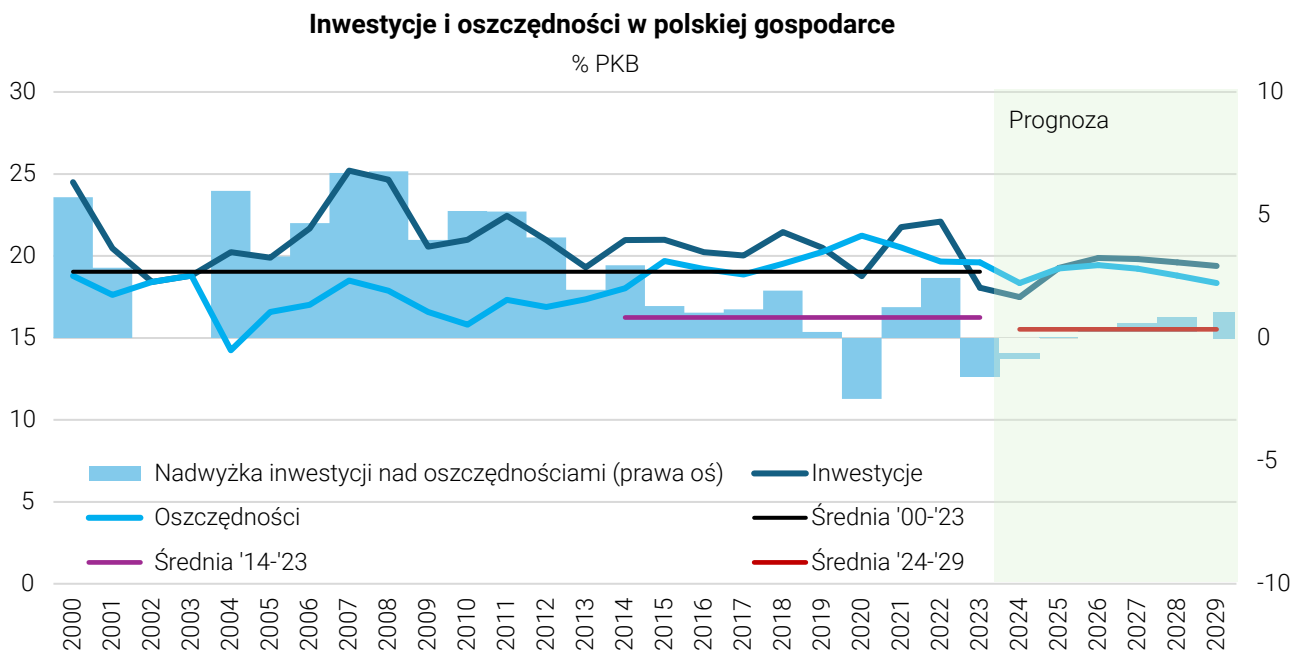


oznacza, że ciężar kreowania kredytu potrzebnego na inwestycje będzie spoczywał na systemie bankowym.

W Raporcie za IV kwartał 2023 wskazywaliśmy, że polski system bankowy pozostaje niewielki w relacji do całej gospodarki, co tworzy asymetryczne ryzyko. Gospodarka nie musi ulec bardzo

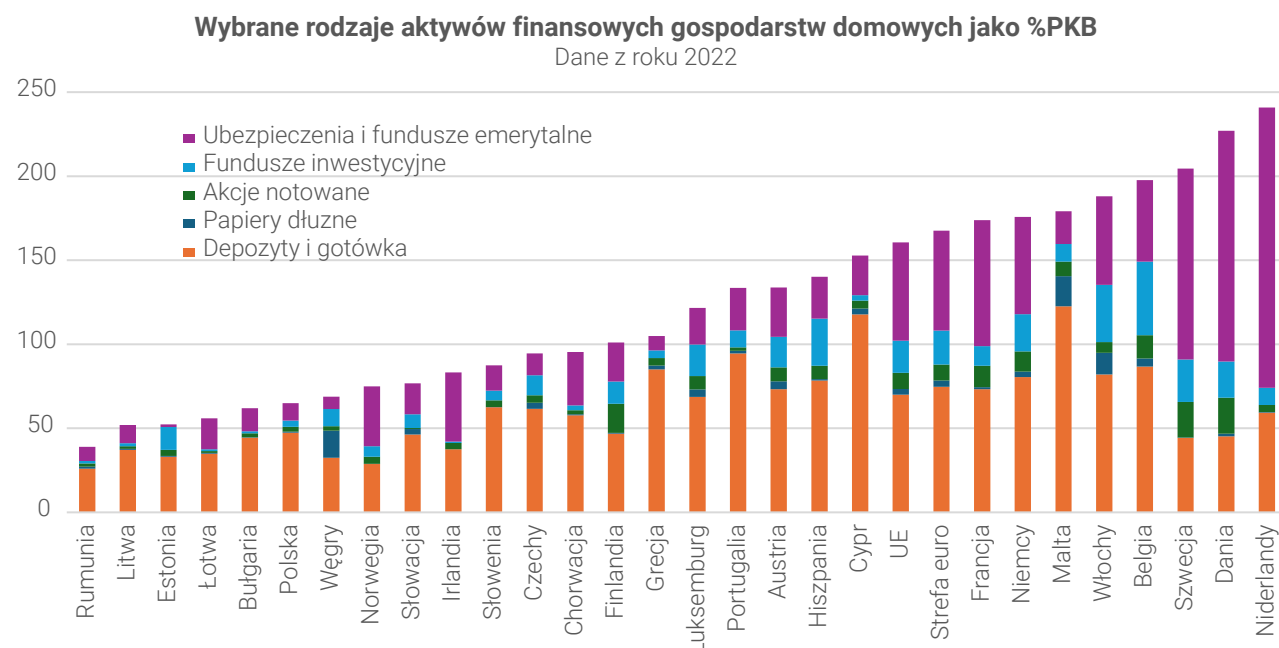
dużemu wstrząsowi, żeby konsekwencje dla systemu bankowego były poważne. Natomiast powtórka z Wielkiego Kryzysu Finansowego 2008 roku z całą pewnością nie rozpocznie się w Polsce. Gospodarka będzie w stanie poradzić sobie z problemami systemu bankowego. Jednak bez kredytu nie będzie wzrostu gospodarczego. Potencjał czynnika pro-

Wykres 53: Kredyt dla prywatnego sektora niefinansowego jako % PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MFW

Wykres 54: Wybrane składowe oszczędności krajowych jako % PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu

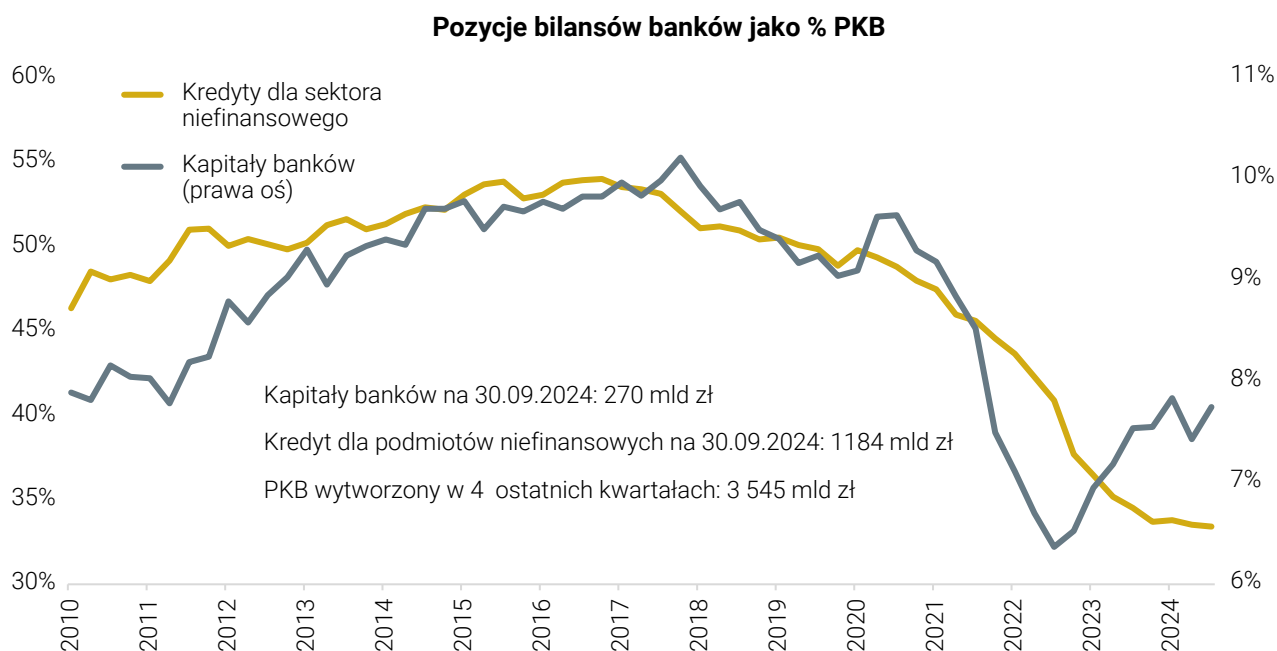


dukcji jakim jest praca uległ wyczerpaniu, zasoby naturalne nie wchodzi w rachubę i pozostaje tylko kapitał, w tym przypadku nakłady na środki trwałe.

Polski system bankowy jest dobrze wyposażony kapitałowo. Niestety, w tym miejscu należy wskazać na znaczące ryzyko, związane z kredytami hipotecznymi. Koszty kredytów w CHF są znaczące. Nie

wnikając w zasadność uznawania roszczeń kredytobiorców i ich uznawania przez wymiar sprawiedliwości, w oczywisty sposób widać, iż zabrakło wyobraźni w odpowiednich organach Państwa. Tymczasem istnieje niezerowe ryzyko, iż podobna sytuacja może powtórzyć się z kredytami opartymi o WIBOR. Wydaje się, iż w tym przypadku zapobiegawcze działania na poziomie ustawy nie byłyby przesadą.

Wykres 55: Kapitał banków i kredyty dla podmiotów niefinansowych w relacji do PKB



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS

Wykres 56: Adekwatność kapitałowa banków



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

2. SYTUACJA SEKTORA BANKOWEGO W III KWARTALE 2024 R.





Wprowadzenie

Po bardzo słabym 2023 r., w którym dynamika wzrostu realnego PKB wyniosła zaledwie 0,1% r/r oczekiwano, że w 2024 r. nastąpi długo oczekiwane odbicie gospodarcze. Pierwotnie wskazywano na możliwość osiągnięcia realnego wzrostu gospodarczego na poziomie 3,5%, a niektóre prognozy wskazywały nawet na 3,7% r/r. W trakcie 2024 r. dane te były wielokrotnie korygowane – niestety in minus. Ostatnie prognozy wskazywały na możliwość osiągnięcia wzrostu gospodarczego na poziomie 3,0%, choć już dziś wiemy, że wzrost na takim poziomie będzie trudny do utrzymania. Po wzroście gospodarczym na poziomie 2,7% r/r w III kw. 2024 r., aby osiągnąć w skali roku 3-procentowy wzrost gospodarczy konieczne byłoby zwiększenie dynamiki wzrostu PKB w IV kw. do poziomu blisko 4%. Scenariusz ten jest mało prawdopodobny. Dlatego też najświeższe prognozy gospodarcze wskazują, że wzrost gospodarczy w Polsce wyniesie 2,7-2,8%.

Po chwilowym zbliżeniu się inflacji (w I połowie br.) do poziomów celu inflacyjnego, w II połowie roku obserwujemy ponowny wzrost inflacji – znacząco napędzany częściowym odmrożeniem cen surowców energetycznych oraz wciąż wysoką dynamiką wzrostu cen żywności. Polska ma najwyższy spośród krajów UE-27 mnożnik inflacyjny cen węgla, co oznacza, że przy naszym miksie energetycznym, wzrost cen węgla w ponad proporcjonalnym stopniu przekłada się na wzrost inflacji. Dlatego też tak dużą wagę przykładają się do cen surowców energetycznych i dlatego tak ważna dla polskiej gospodarki pozostaje transformacja energetyczna. Zapowiedziane przez rząd utrzymanie osłon dla gospodarstw domowych w 2025 r. zapewne przyczyni się do obniżenia przyszłorocznej inflacji. Pierwotnie, według analiz NBP, średnioroczna inflacja w 2025 r. miała by wynieść 5,6%. Jednak szacunek ten nie uwzględnia kontynuacji dopłat do cen surowców energetycznych dla gospodarstw. W rezultacie przyszłoroczna inflacja może osiągnąć poziom zbliżony do 4%. To z kolei może przyspieszyć proces obniżki stóp procentowych.

Mimo to kolejne lata wskazują na pozytywne perspektywy dla polskiej gospodarki. Według Banku Światowego, w perspektywie kolejnej dekady średnioroczny wzrost gospodarczy wyniesie 3,1%, zaś Polska stanie się 18. największą gospodarką światową w perspektywie 2035 r.

Pomimo dynamicznego rozwoju w latach 2004-2024, polska gospodarka nie jest innowacyjna i dalece odstaje od średniej europejskiej, a także od wielu państw naszego regionu. W najnowszym rankingu cyklicznego

raportu European Innovation Scoreboard 2023 Polska zajęła czwarte miejsce od końca pod względem innowacyjności, plasując się w grupie państw o najsłabszej innowacyjności gospodarek. Zwiększenie innowacyjności gospodarki wymaga istotnego wzrostu nakładów inwestycyjnych. Wg danych Eurostatu, poziom nakładów inwestycyjnych w 2023 r. w Polsce był równy 17,5% PKB i był jednym z najniższych w Unii Europejskiej i dalece odstającym od średniej (22,2%).

Rozwój gospodarki i transformacja jej modelu w najbliższych latach są nieuniknione. Wśród wielu wyzwań stojących przed polską gospodarką wskazać należy: transformację energetyczną, rozwój nowych technologii, wzrost innowacyjności polskiej gospodarki, poprawa produktywności pracy, czy też transformacja w kierunku Przemysłu 4.0.

Konieczne jest zwiększenie skali inwestycji, do czego niezbędne jest zwiększenie roli sektora bankowego, jako sektora zapewniającego finansowanie potrzeb rozwojowych polskiej gospodarki. W tym celu wymagane jest zapewnienie sektorowi bankowemu możliwości odbudowy kapitałów, portfeli kredytowych oraz wzrostu adekwatnego do potrzeb rozwijającej się gospodarki.

Samo finansowanie transformacji energetycznej Polski to gigantyczne koszty - aby utrzymać inwestycje w czystą energię na średnim światowym poziomie, Polska powinna wydatkować do 2029 r. kwotę 275 mld zł. Jeżeli uwzględnimy przy tym zapóźnienie transformacyjne Polski, przy założeniu 1% udziału w wydatkach światowych w czystą energię do 2029 r. – kwota ta rośnie do około 400 mld zł. Ponadto koszty transformacji energetycznej muszą uwzględnić postawienie przynajmniej jednej elektrowni atomowej – koszt około 300 mld zł; oraz konieczną modernizację sieci – około 150 mld. Podsumowując, tylko w perspektywie najbliższych pięciu lat szacunkowy koszt modernizacji energetycznej Polski to około 850 mld zł. W perspektywie do 2040 r. szacunki te są blisko dwukrotnie wyższe, sięgając 1,6 bln zł.

Konieczne jest sprecyzowanie roli jaką powinien odgrywać sektor bankowy w gospodarce. Ma to szczególne znaczenie w kontekście perspektywy realizacji dużych projektów inwestycyjnych. Na dzień dzisiejszy, sektor bankowy (jako całość) nawet w układzie konsorcjalnym nie jest w stanie finansować projektów o wartości powyżej 55 mld zł (z uwagi na ryzyko koncentracji), pomimo iż dzisiejsza wartość kapitału pozwala na zwiększenie rozmiarów portfeli kredytowych o około 250-300 mld zł.

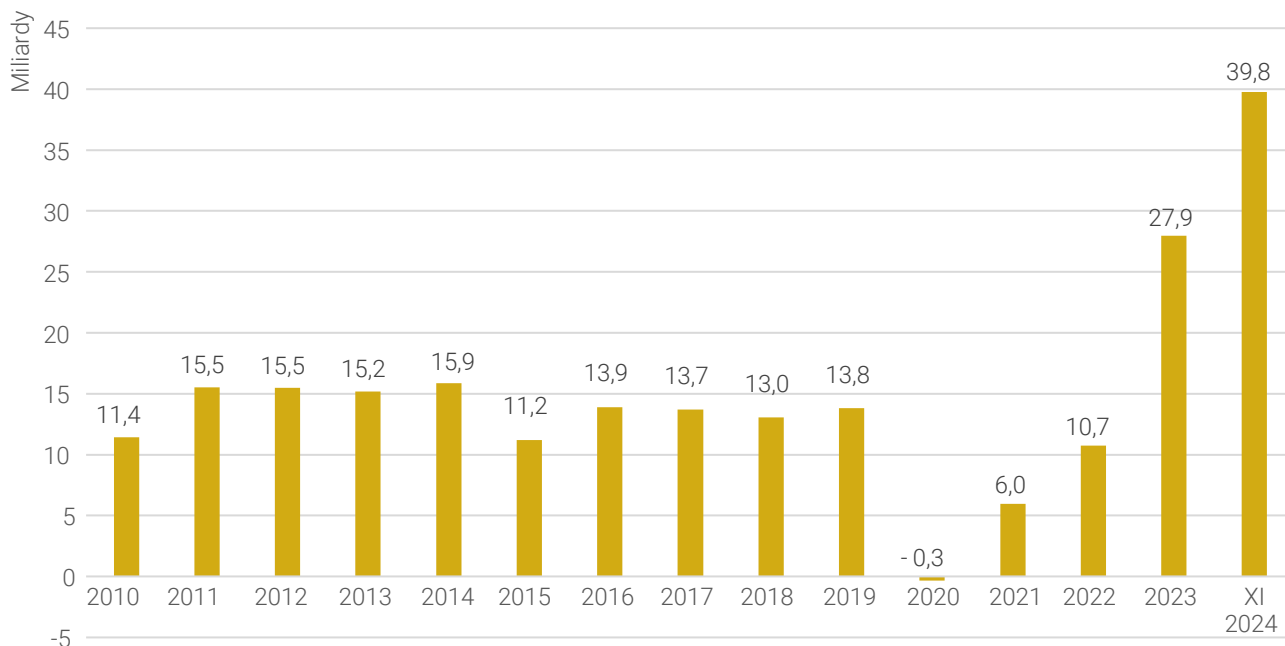


Podejmowanie działań inwestycyjnych (również przez przedsiębiorstwa), zwiększanie innowacyjności polskiej gospodarki, różnorodności i złożoności produkcji – są warunkami sine qua non rozwoju polskiej gospodarki. W tym celu gospodarce potrzebny jest silny sektor bankowy, który będzie w stanie zaangażować się z proces transformacji i modernizacji polskiej gospodarki.

2.1. Wyniki sektora bankowego w III kwartale 2024 r.

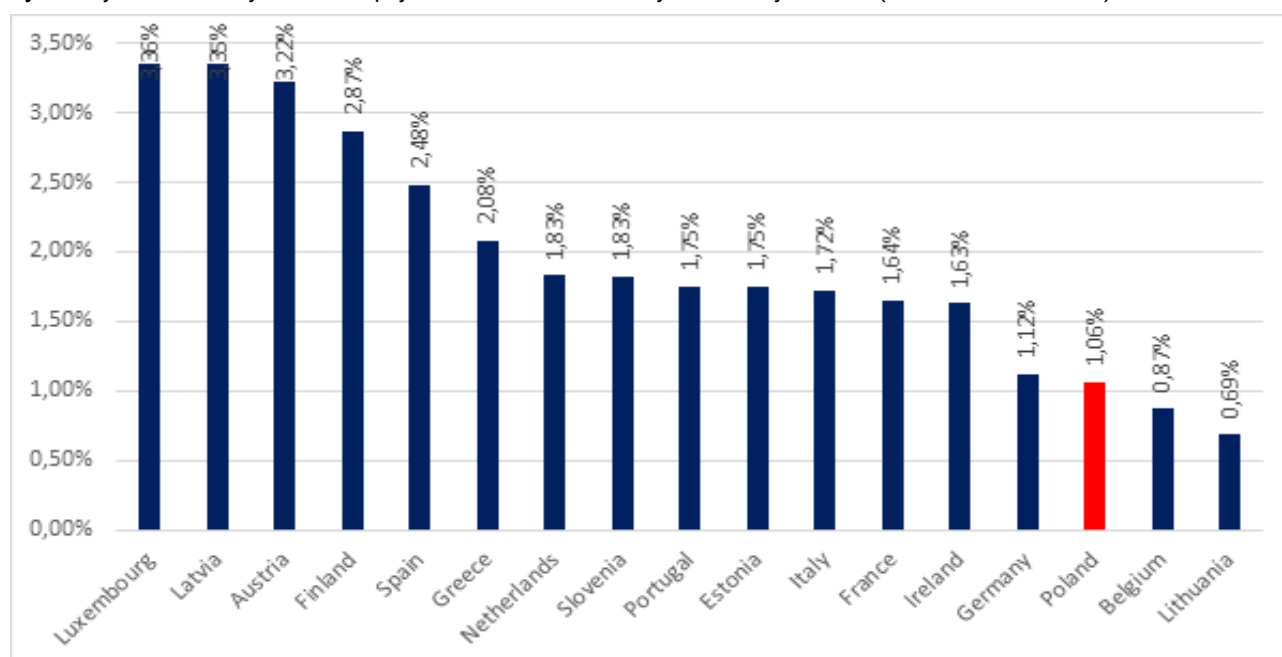
Wynik finansowy netto (WFN) sektora bankowego po III kwartałach 2024 r. wyniósł 31,2 mld zł. W porównaniu do końca III kwartału 2023 roku, wynik ten był wyższy o 9,96 mld zł, co oznacza wzrost o 46,9% r/r.

Rys. 1 Wynik finansowy netto sektora bankowego



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 2 Wynik finansowy netto europejskich sektorów bankowych w relacji do PKB (dane annualizowane)



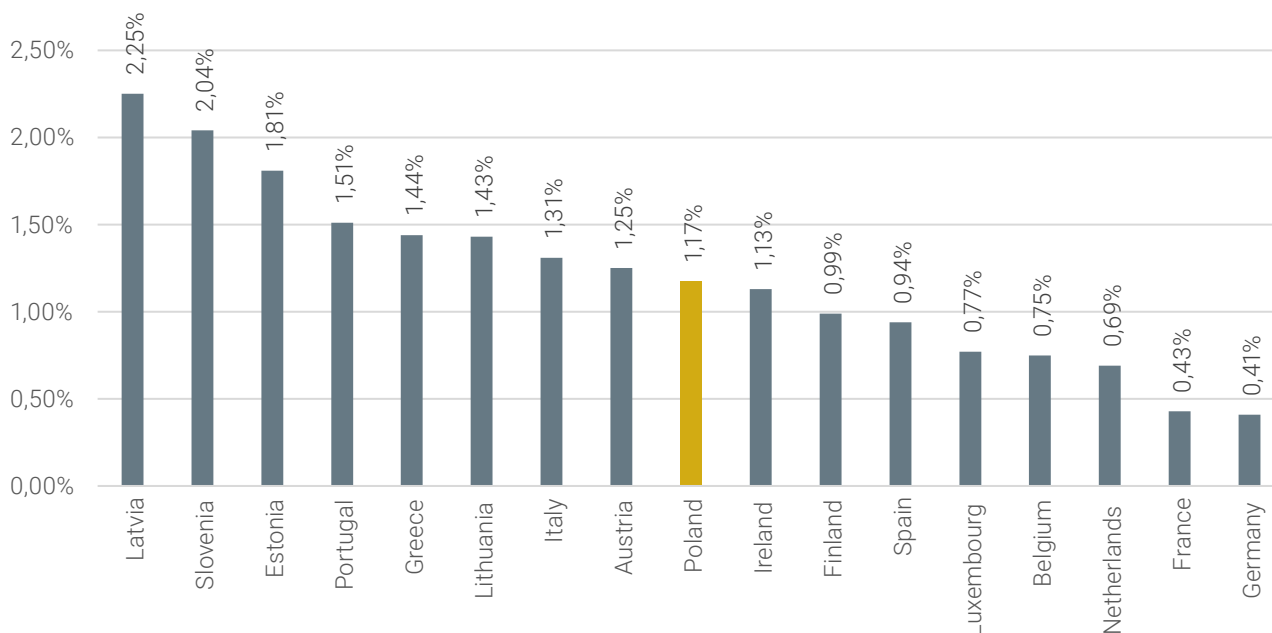
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM



Pomimo wyraźnego wzrostu nominalnego poziomu wyniku finansowego w polskim sektorze bankowym, w relacji do wielkości polskiej gospodarki, wyniki finansowe sektora pozostają znacząco niższe od większości europejskich sektorów bankowych.

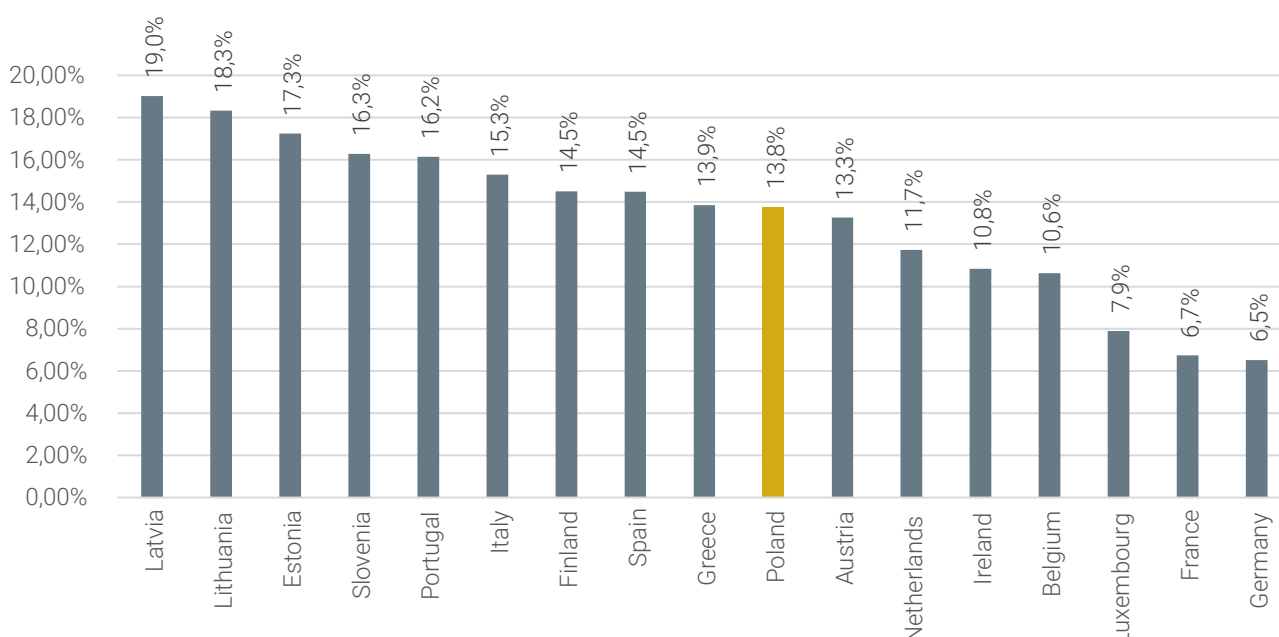
Również rentowność aktywów polskiego sektora bankowego, na tle innych europejskich sektorów bankowych po III kwartale 2024 r., jest umiarkowana. Według danych na koniec III kwartału 2024 r., rentowność aktywów polskiego sektora bankowego wynosi 1,17% (wobec 1,03% na koniec I półrocza 2024 r. oraz 0,7% w czerwcu 2023 r.).

Rys. 3 Rentowność aktywów (ROA) europejskich sektorów bankowych (III kwartał 2024 r.)



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM

Rys. 4 Rentowność kapitałów własnych (ROE) europejskich sektorów bankowych (III kwartał 2024 r.)



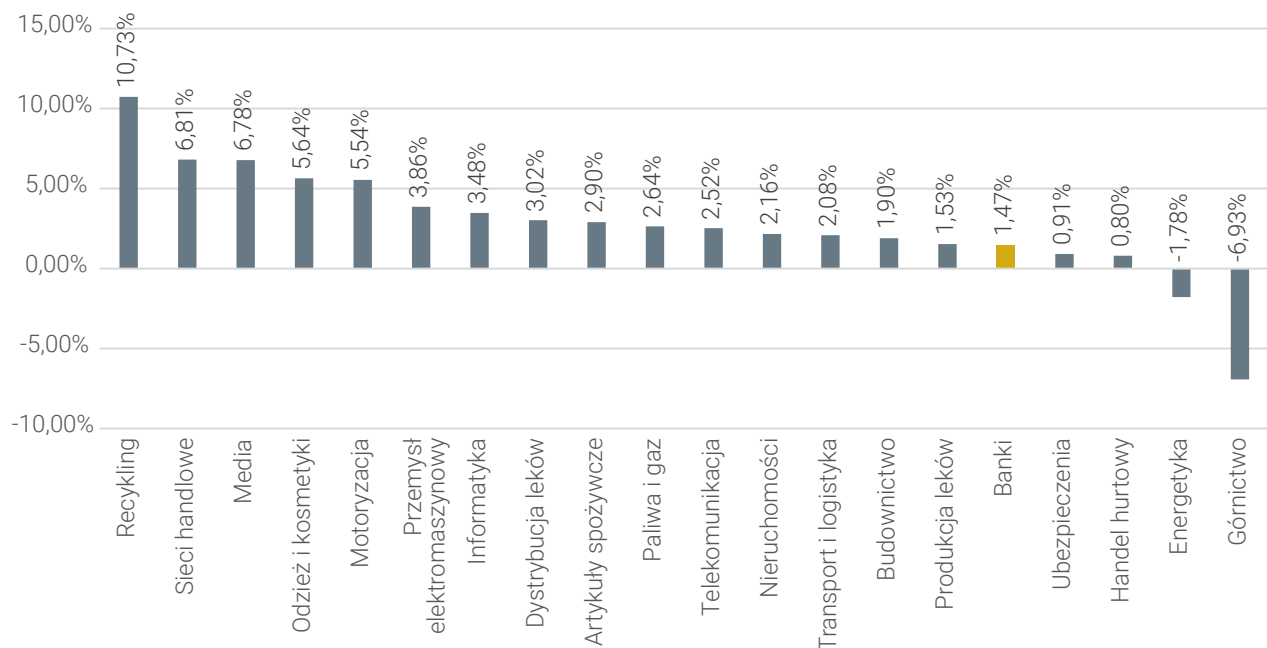
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM



Również rentowność kapitału własnego (ROE) polskiego sektora bankowego plasuje go w połowie stawki europejskich sektorów bankowych. Z wynikiem 13,8% ROE na koniec III kwartału 2024 r. (12,4% na koniec I półrocza 2024 r. i 11% w czerwcu 2023 r.) polski sektor bankowy wyprzedza pod względem rentowności głównie duże (w szczególności w re-

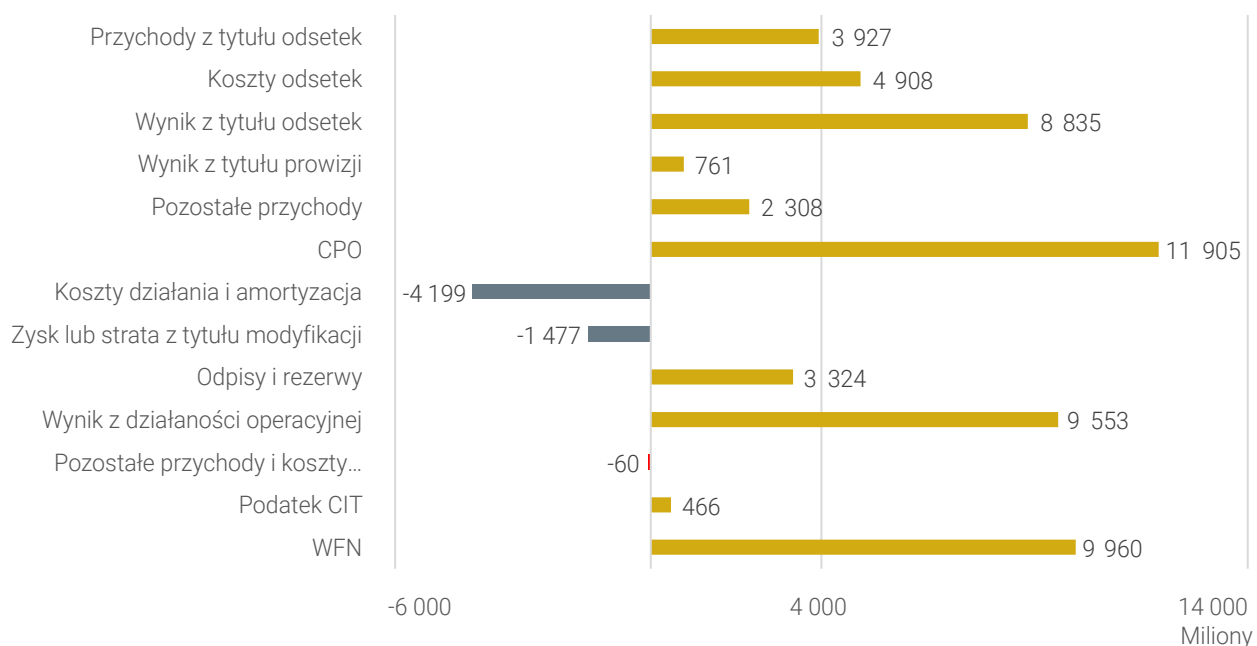
lacji do wielkości gospodarki) europejskie sektory bankowe (niemiecki, francuski, holenderski, czy austriacki), ale jest zdecydowanie poniżej poziomów odnotowywanych przez sektory bankowe zbliżone realnymi rozmiarami do polskiego sektora bankowego (łotewski, litewski, słoweński, czy estoński).

Rys. 5 ROA w wybranych sektorach GPW wg stanu na koniec III kw. 2024 r. – na podstawie spółek notowanych na GPW w ramach poszczególnych sektorów



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane biznesradar.pl

Rys. 6 Dekompozycja wyniku finansowego netto (III kw. 2024 versus III kw. 2023)



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



Wyniki banków giełdowych w III kw. 2024 r. pozwoliły na osiągnięcie rentowności aktywów na poziomie 1,47%. Podobnie jak w poprzednich okresach, ROA sektora bankowego na tle innych sektorów GPW jest niskie i to pomimo funkcjonowania w otoczeniu wysokich stóp procentowych. Analiza przeprowadzona na podstawie średnich wartości ROA dla spółek wchodzących w skład poszczególnych sektorów GPW wg stanu na koniec III kwartału 2024 r. wskazuje, że rentowność aktywów banków giełdowych jest jedną z najniższych spośród innych spółek giełdowych wchodzących w skład poszczególnych sektorów GPW.

W III kwartale 2024 r. zauważalna była poprawa, zarówno w kategoriach przychodów jak i kosztowych, całkowitych przychodów operacyjnych (CPO). W relacji do III kw. 2023 widoczna przede wszystkim jest poprawa w przychodach i kosztach odsetkowych. Przychody odsetkowe r/r wzrosły o 3,9 mld zł, zaś koszty odsetkowe spadły o 4,9 mld zł. Z drugiej strony należy zauważyć, że w 2024 roku znacznie wyższe są koszty działania banków i amortyzacji, które wzrosły w ujęciu rocznym o 4,2 mld zł (+11,21%). Wyniki banków w III kwartale determinowane były również wysokością „rezerw” utworzonych na potrzeby wakacji kredytowych w 2024 r. Z kolei niższy poziom rezerw i odpisów na koniec września 2024 r. pozwolił na zwiększenie WF w ujęciu r/r o 3,3 mld zł.

W III kwartale 2024 r. poziom przychodów odsetkowych utrzymywał się na stabilnym poziomie, średnio ok. 14,2 mld zł miesięcznie. Przychody odsetkowe w 2024 roku cechowały się mniejszą zmiennością na przestrzeni pierwszych trzech kwartałów w porównaniu do 2023 roku.

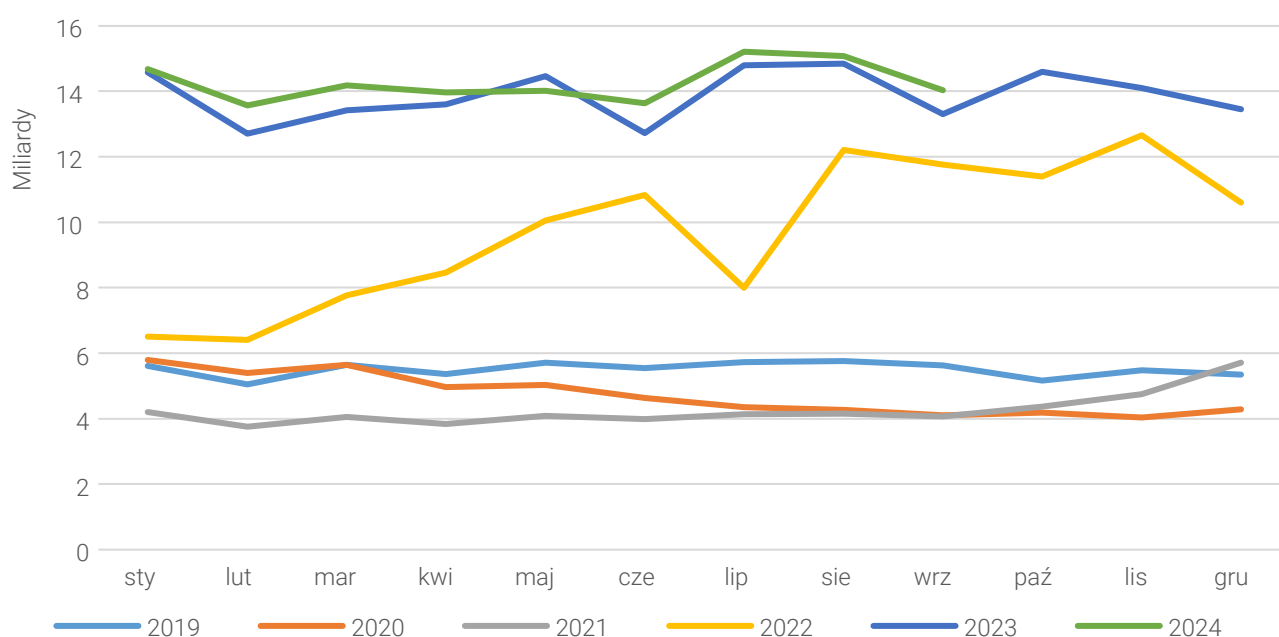
W ujęciu r/r przychody odsetkowe po dziewięciu miesiącach wzrosły o 3,16% przekraczając wartość 128,34 mld zł. W analogicznym okresie 2023 roku wartość przychodów odsetkowych wyniosła 124,42 mld zł.

Wraz z obniżką stopy referencyjnej, w IV kwartale 2023 r. nastąpił wyraźny spadek kosztów odsetkowych (z ok 5,9 mld zł średniomiesięcznie w 2023 roku do 5,5 mld zł średniomiesięcznie w 2024 roku). Koszty odsetkowe ponoszone w każdym miesiącu 2024 r. przez sektor bankowy były wyraźnie niższe od kosztów ponoszonych w 2023 roku.

W ujęciu r/r koszty odsetkowe poniesione po III kwartale roku obniżyły się o 9% osiągając poziom 49,42 mld zł, wobec 54,33 mld poniesionych w analogicznym okresie 2023 r.

Po okresie dynamicznego wzrostu relacji kosztów odsetkowych do przychodów odsetkowych w 2022 r., w 2023 r. wartość tego wskaźnika ustabilizowała się na poziomie ok. 0,42-0,43. Wraz z obniżką stóp

Rys. 7 Przychody odsetkowe sektora bankowego w miesiącach (lata 2019-2024)



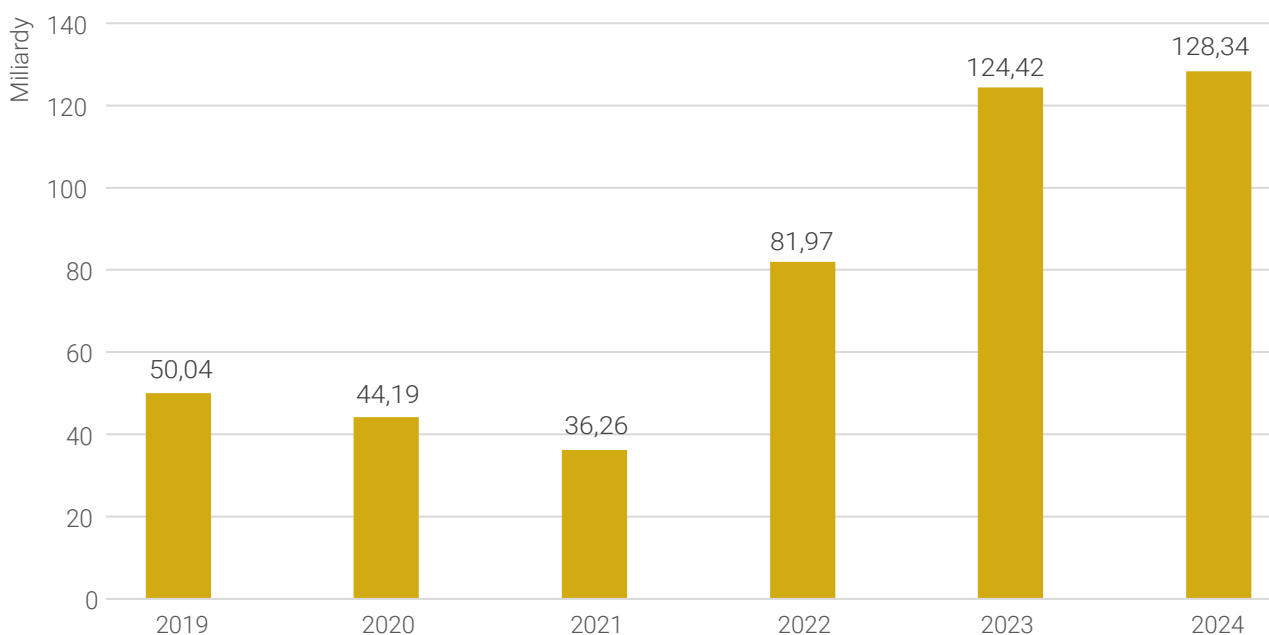
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



procentowych w IV kwartale 2023 r. wartość wskaźnika uległa obniżeniu do poziomu 0,39 na koniec III kwartału 2024 r. Oznacza to, że osiągnięcie 1 zł przychodów odsetkowych wymaga poniesienia kosztów odsetkowych w wysokości 0,39 zł. Poziom ten jest jednak nadal wyraźnie wyższy niż w latach 2014-2021 i zbliżony do poziomów z latami 2010-2013, w których

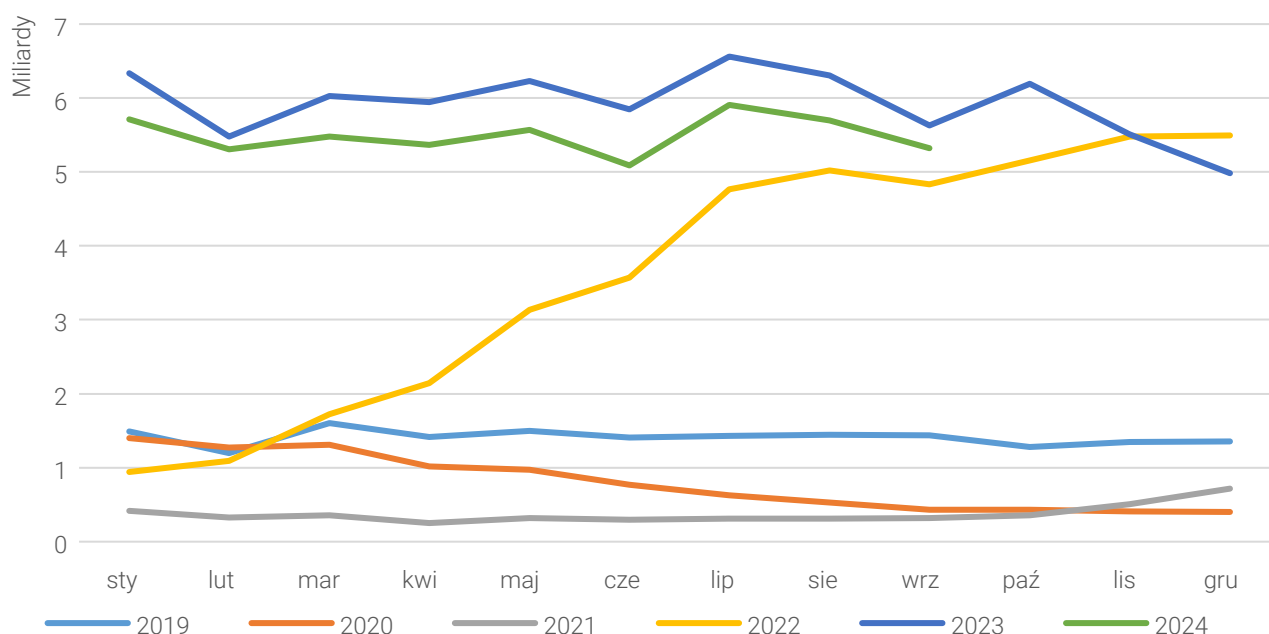
stopa referencyjna utrzymywała się na podwyższonych poziomach (3% - 4,75%). Co istotne, na poziomie sektora bankowego widoczne są w tym zakresie duże rozbieżności. W bankach spółdzielczych relacja kosztów odsetkowych do przychodów odsetkowych kształtuje się na poziomie 0,24, a zatem o blisko 15 pp. niższej niż średnia dla sektora bankowego.

Rys. 8 Przychody odsetkowe – stan na koniec III kwartału



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 9 Koszty odsetkowe sektora bankowego w miesiącach (lata 2019-2024)



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



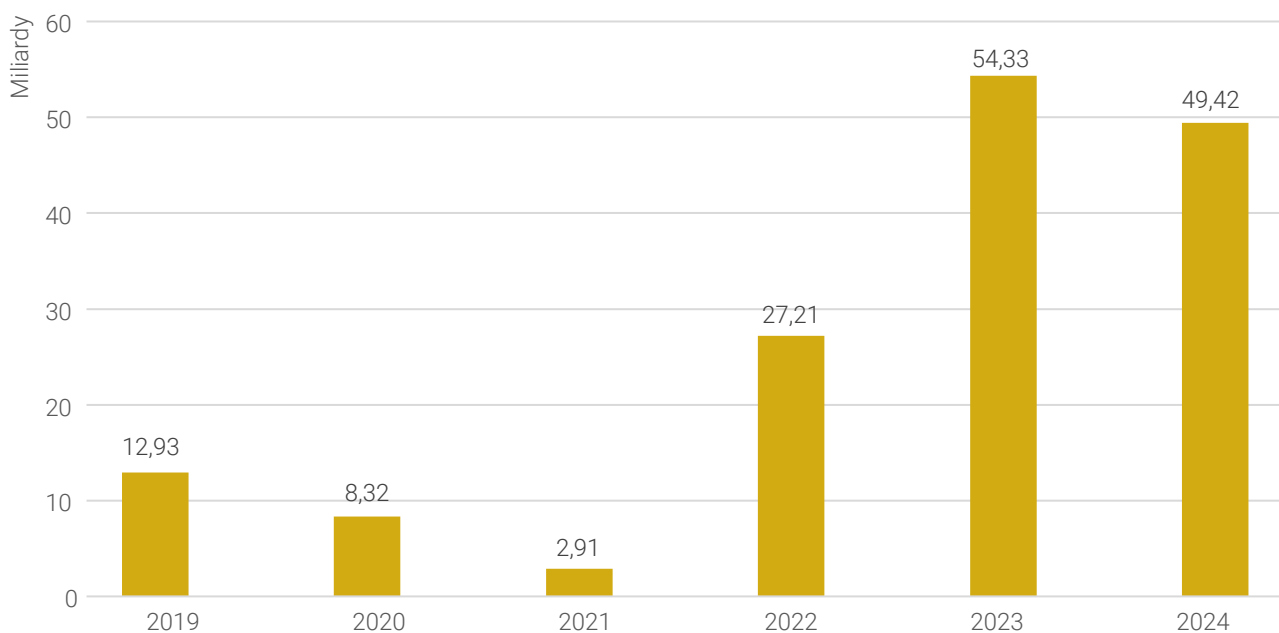
W efekcie obniżenia kosztów odsetkowych i wzrostu przychodów odsetkowych, wyniki odsetkowe banków w III kwartale wzrosły do poziomów wynoszących średnio ok. 8,77 mld zł miesięcznie.

Wynik odsetkowy sektora bankowego po III kwartale osiągnął poziom 78,92 mld zł. Tym samym wzrost

w ujęciu rocznym wyniósł 12,61%. Wynik odsetkowy w 2023 roku wyniósł 70,09 mld zł.

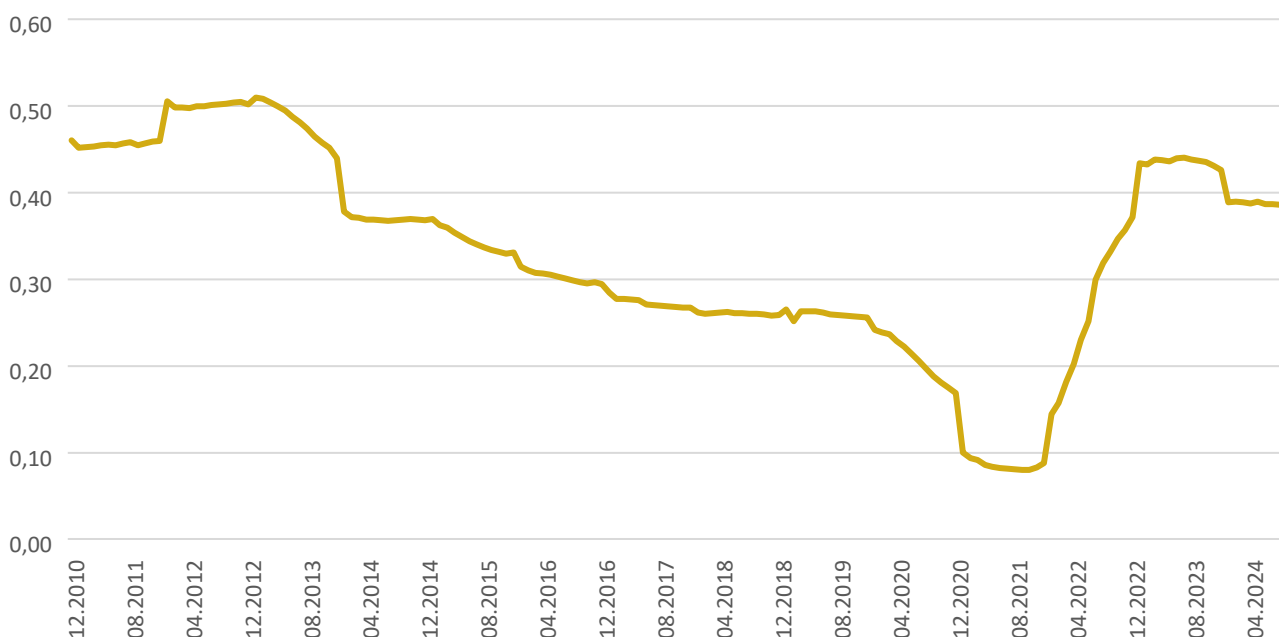
Annualizowana stopa wyniku odsetkowego polskiego sektora bankowego w III kwartale utrzymuje się na jednym z wyższych poziomów spośród europejskich sektorów bankowych. Wyższe jej poziomy odnotowa-

Rys. 10 Koszty odsetkowe – stan na koniec III kwartału



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 11 Koszty odsetkowe do przychodów odsetkowych w latach 2010-2024



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

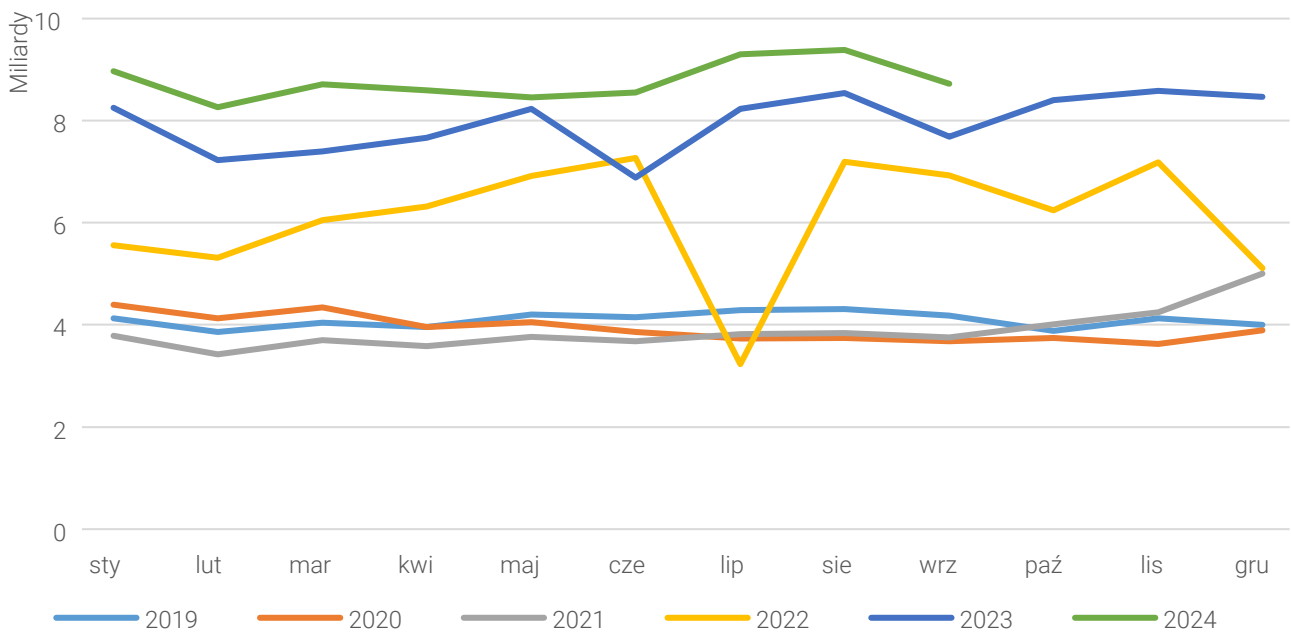


no głównie w mniejszych sektorach bankowych – łódzkim, litewskim, estońskim oraz słoweńskim.

Wzrost wyniku odsetkowego sektora bankowego w okresie 2022 – III kw. 2024 jest efektem bardzo wysokiego wzrostu stóp procentowych, a następnie

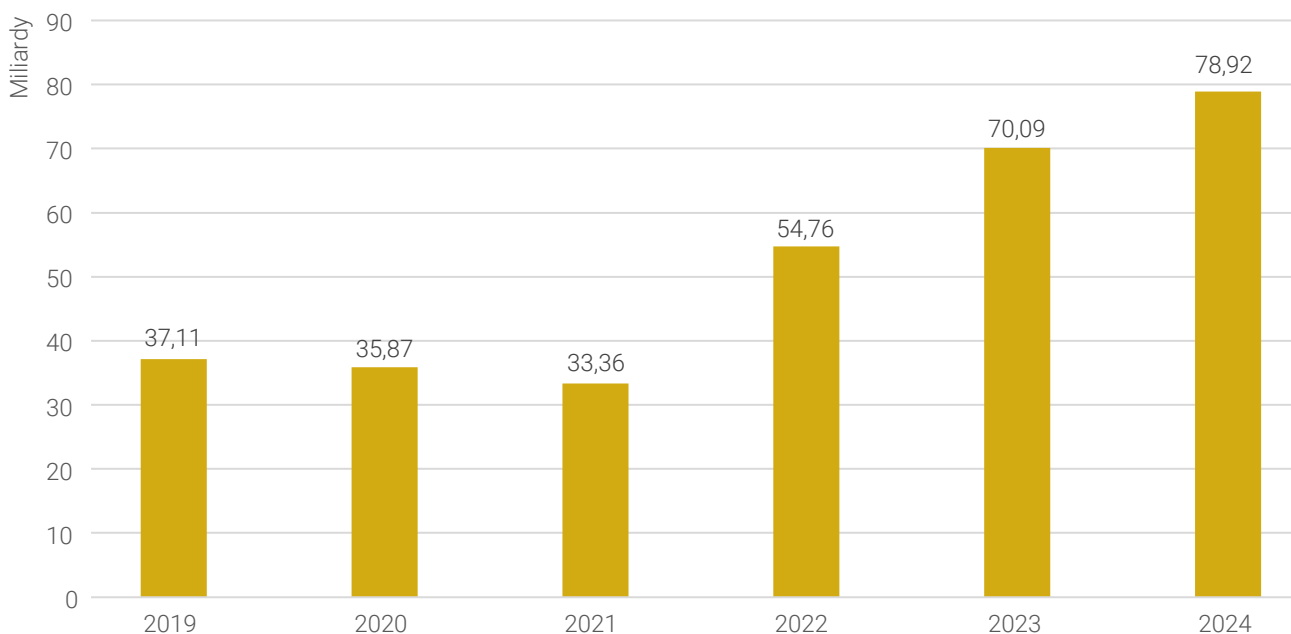
utrzymywania się ich podwyższonego poziomu. Wysoka stopa referencyjna umożliwiła osiągnięcie wysokiej stopy wyniku odsetkowego (wyraźnie wyższej niż ze wcześniejszych lat). Według NBP oraz analityków rynkowych obniżenie stopy referencyjnej przewidywane jest w 2025 roku.

Rys. 12 Wynik odsetkowy sektora bankowego w miesiącach (lata 2019-2024)



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 13 Wynik odsetkowy sektora bankowego – stan na koniec III kwartału



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

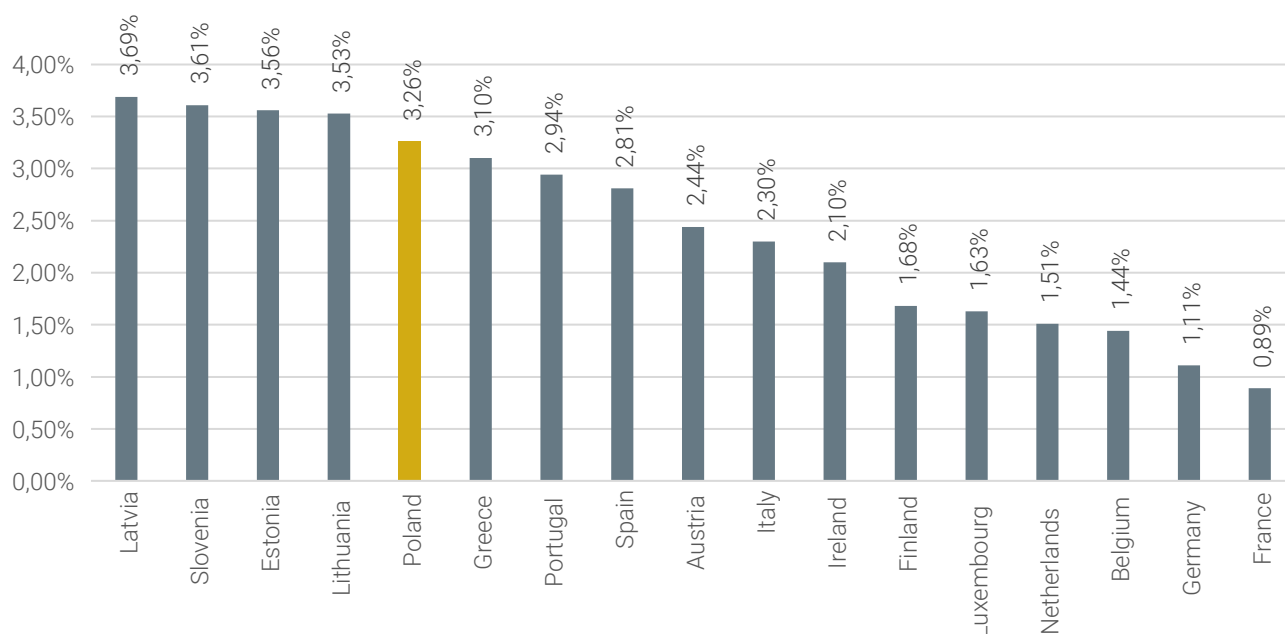


Pomiędzy wysokością stopy referencyjnej a stopą wyniku odsetkowego istnieje silna zależność. Jej potwierdzeniem jest wysokość współczynnika korelacji liniowej Pearsona na poziomie $p=0,934$ oraz wysoka wartość współczynnika R^2 . Oznacza to, że wyniki finansowe banków, generowane głównie poprzez wyniki odsetkowe, w silnym stopniu determinowane

są wysokością stopy referencyjnej. Z perspektywy sektora bankowego oznacza to zwiększone ryzyko znaczącego spadku wyników w związku z przewidywanym spadkiem stóp procentowych.

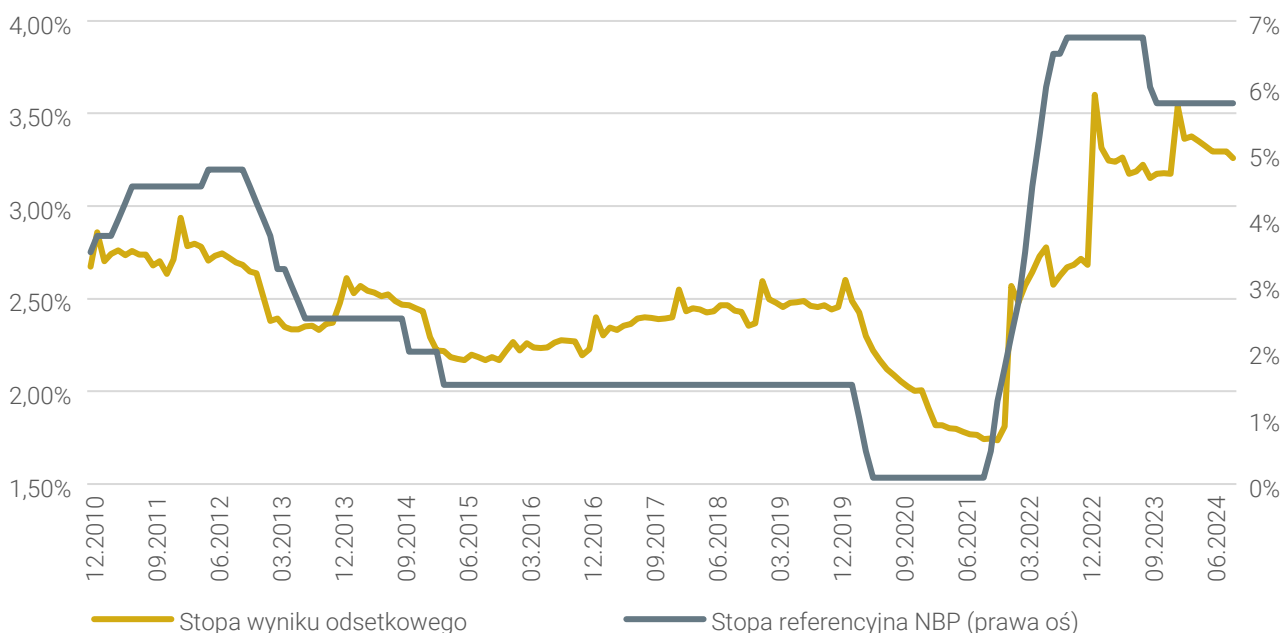
Spadek stóp procentowych w znaczny sposób zaburzy wyniki odsetkowe, które są wysoce wrażliwe na

Rys. 14 Annualizowana stopa wyniku odsetkowego w sektorach bankach strefy euro i w Polsce (III kwartał 2024 r.)



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, ECB

Rys. 15 Annualizowana stopa wyniku odsetkowego a stopa referencyjna



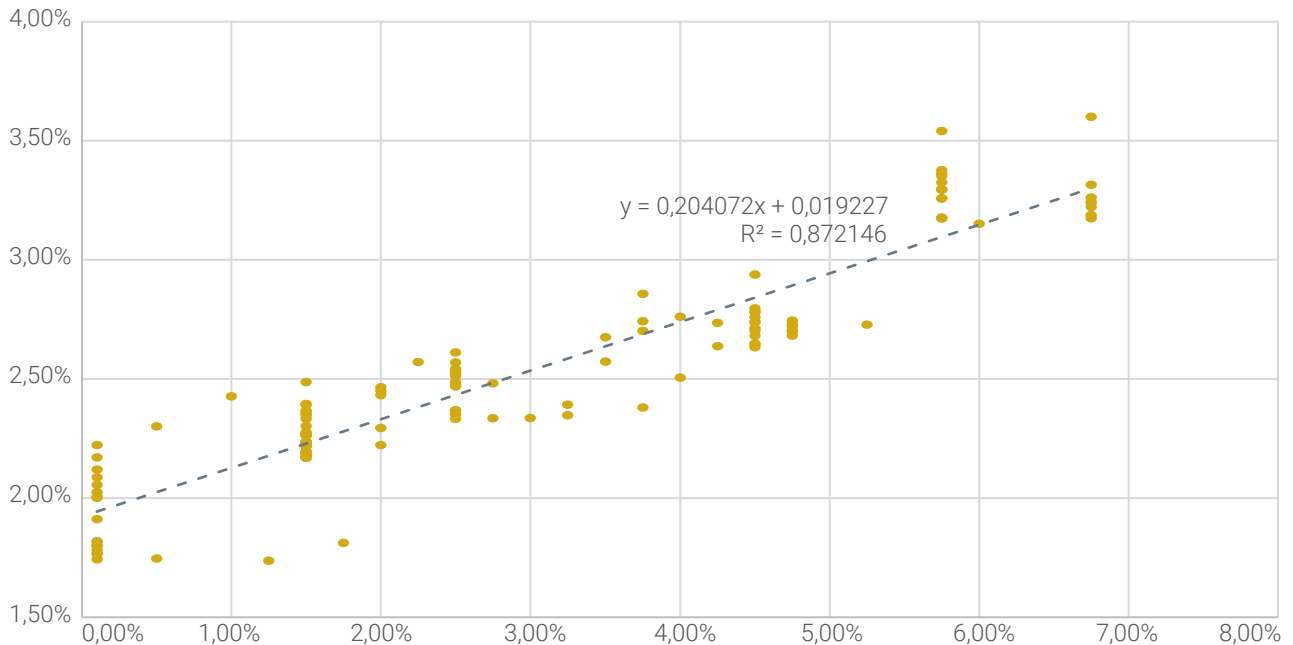
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



zmiany wysokości stopy referencyjnej. Pomimo przewidywanego wzrostu bazy odsetkowej opartej przede wszystkim o kredyty i papiery dłużne, w przypadku obniżenia stóp procentowych widoczny będzie silny spadek wyników odsetkowych. Już obniżenie stopy referencyjnej o 0,75 punktu procentowego spowoduje obniżenie nominalnego wyniku odsetkowego poniżej

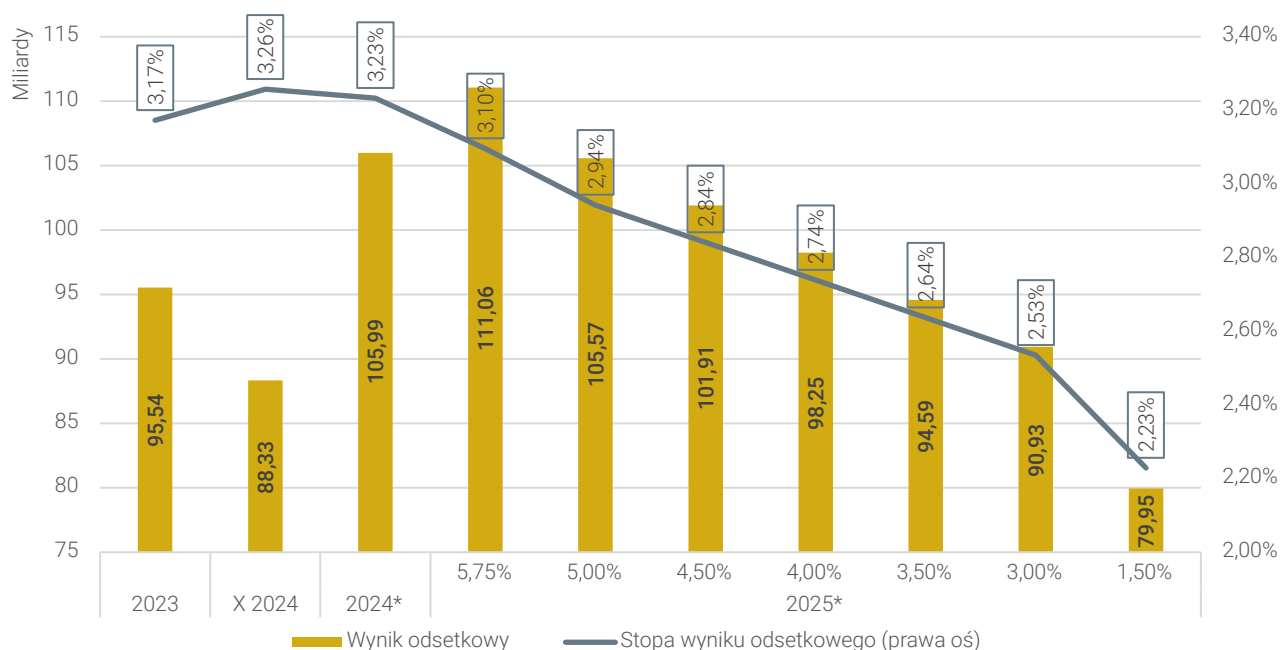
przewidywanego poziomu w 2024 roku. Z kolei obniżka o 2,25 p.p. prawdopodobnie spowoduje spadek poniżej nominalnego poziomu wyniku odsetkowego z 2023 roku. To na co należy zwrócić uwagę to fakt, iż niezależnie od spadku stóp procentowych prawdopodobne jest obniżenie się poziomu stopy wyniku odsetkowego dla portfeli aktywów sektora bankowe-

Rys. 16 Stopa wyniku odsetkowego a stopa referencyjna – analiza zależności



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 17 Symulacja wyników odsetkowych i stopy wyniku odsetkowego przy spadku stopy referencyjnej



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

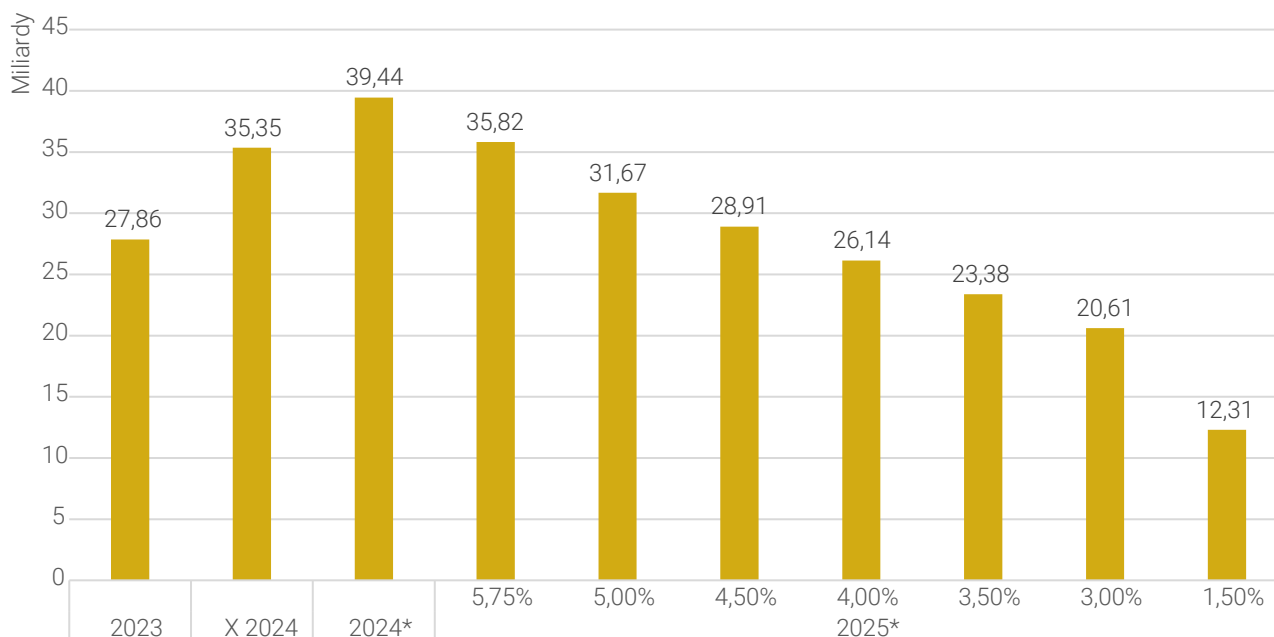


go. To do jakiego poziomu spadnie stopa wyniku odsetkowego będzie przede wszystkim uzależnione od decyzji Rady Polityki Pieniężnej, dotyczących zmian stóp procentowych.

Pojawiające się na horyzoncie obniżki stóp procentowych (przewidywane na drugą połowę 2025 r.)

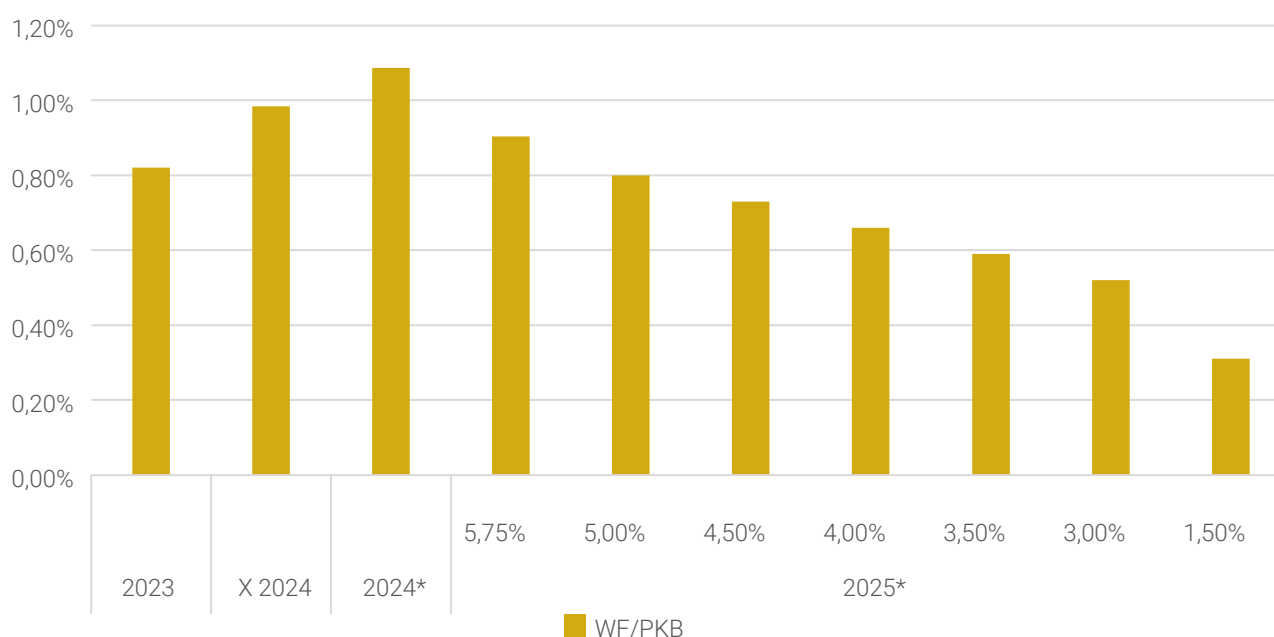
mogą w znacznym stopniu wpłynąć na osiągnięte wyniki finansowe całego sektora bankowego w Polsce. Niezależnie jednak od decyzji RPP, w 2025 roku na skutek spadku stóp procentowych przewidywane wyniki będą niższe niż w 2024 r. Przy utrzymaniu stóp procentowych wynik netto powinien wynieść 35,8 mld zł, jednakże należy mieć na uwadze, że ob-

Rys. 18 Projektcja WF netto przy spadku stóp procentowych



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 19 Projektcja wyniku finansowego netto sektora bankowego w relacji do PKB



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



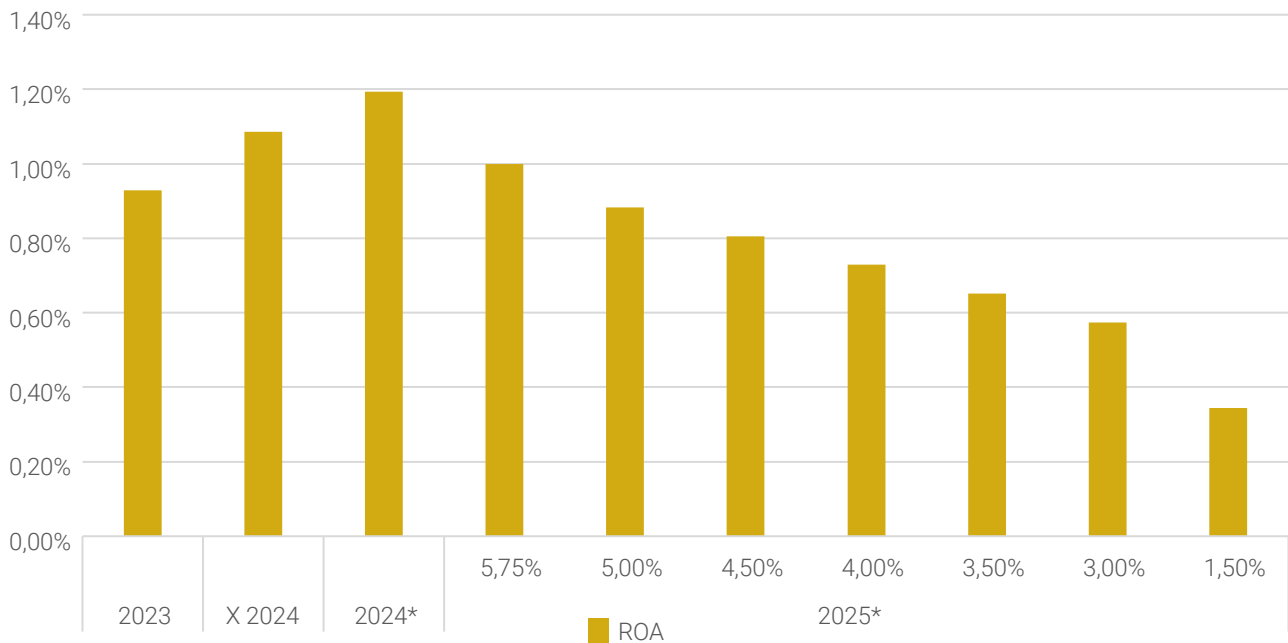
niżenie stóp procentowych o 75 punktów bazowych może obniżyć wynik finansowy netto o nawet 14,5%.

Pomimo przewidywanego najwyższego w historii nominalnego poziomu WFN w 2024 roku, spadek stóp procentowych znacząco wpłynie na relację wyniku finansowego netto do PKB. Obniżenie stopy ba-

zowej o 0,75 p.p. spowoduje zmianę WNF w relacji do PKB o ok. 0,22 p.p.

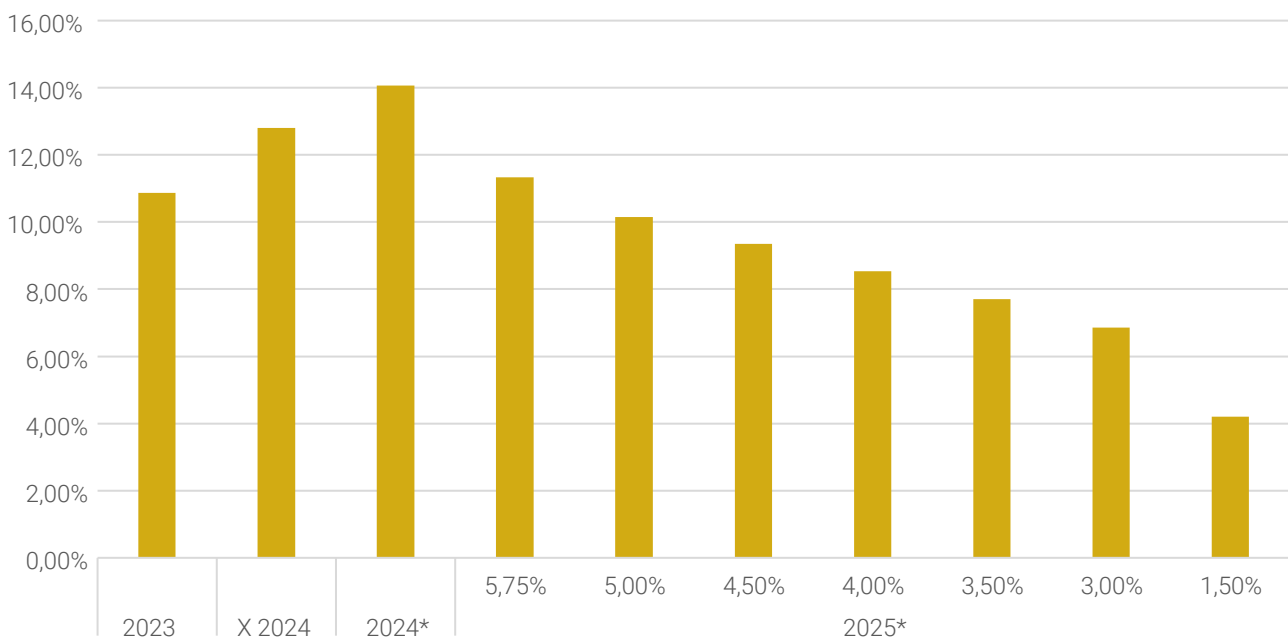
Obniżenie stopy referencyjnej wpłynie także negatywnie na wskaźnik rentowności aktywów. Zmiana stopy referencyjnej o 0,5 p.p. spowoduje spadek wskaźnika średnio o 0,07-0,08 p.p. Dlatego bardzo

Rys. 20 Projektcja ROA przy spadku stóp procentowych



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 21 Projektcja ROE przy spadku stóp procentowych



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



prawdopodobny jest scenariusz, iż na koniec 2025 roku wartość wskaźnika ROA będzie na niższym poziomie niż w 2023 roku.

Podobnie jak w przypadku ROA, tak i w przypadku wskaźnika rentowności kapitałów własnych najprawdopodobniej ulegnie on zauważalnym spadkom. W przypadku spadku stopy referencyjnej możliwe jest pogorszenie się wartości wskaźnika ROE o kilka punktów procentowych, gdzie sama zmiana stopy referencyjnej o 0,5 p.p. może powodować zmianę wskaźnika ROE o ok. 0,8 p.p. Już przy spadku stopy referencyjnej do średniorocznego poziomu 5%, stopa zwrotu z kapitału (ROE) będzie ponownie niższa niż koszt tego kapitału (ok. 11%).

Sektor bankowy w Polsce charakteryzuje się bardzo niską dywersyfikacją źródeł przychodów. W długiej perspektywie zahamowany został postęp w zakresie rozwoju usług, czego obrazem jest znaczące uzależnienie banków od wyniku odsetkowego (ok. 82% CPO tworzone jest przez wynik odsetkowy). Może to powodować wyższą wrażliwość wyników banków na ewentualne oczekiwane spadki stóp procentowych w kolejnych latach.

Jednocześnie polski sektor bankowy, na tle innych europejskich sektorów bankowych, charakteryzuje się jednym z najwyższych poziomów udziału wyniku odsetkowego w CPO. Choć w ostatnich kwartałach

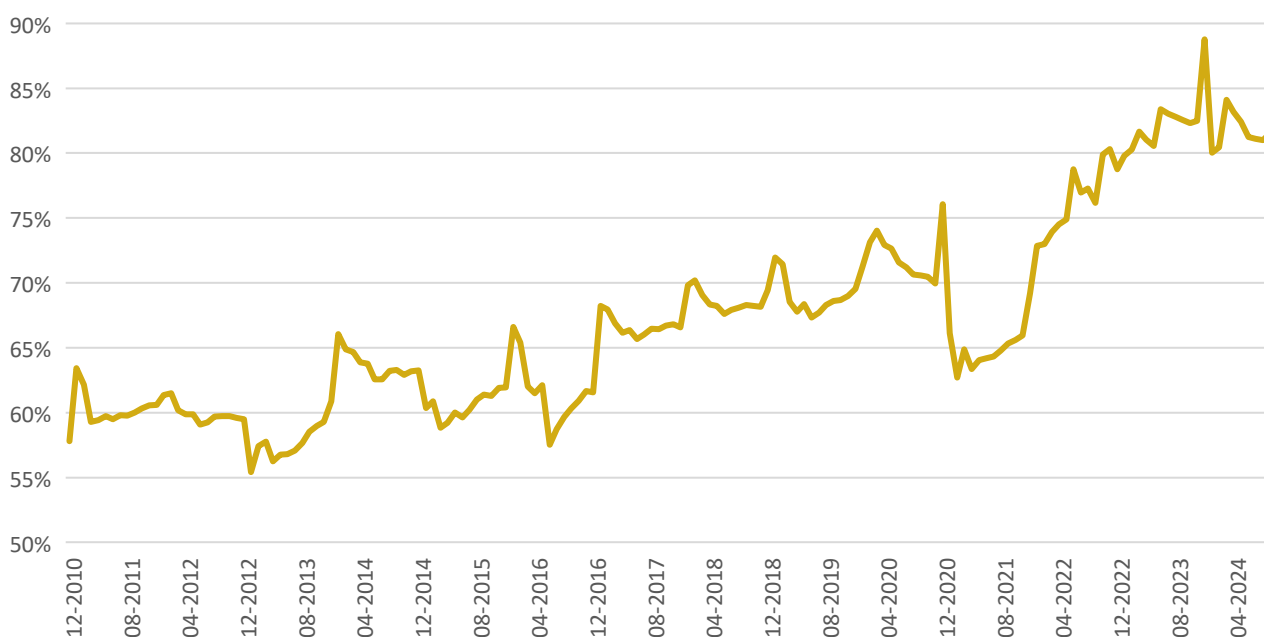
w polskim sektorze bankowym relacja ta uległa obniżeniu (jeszcze pod koniec 2023 r. CPO tworzone były w blisko 90% przez wyniki odsetkowe), ryzyko silniejszego oddziaływania spadku stóp procentowych na wyniki polskich banków pozostaje na jednym z najwyższych poziomów.

Całkowite przychody operacyjne w poszczególnych miesiącach 2024 r. utrzymywały się na poziomie wyższym niż w 2023 r. Największa różnica wystąpiła w czerwcu br. w stosunku do czerwca 2023 r., kiedy to banki podjęły działania na rzecz wzmożenia ugód w sprawie kredytów walutowych i utworzyły na ten cel znaczące rezerwy, które księgowo traktowane były jako część kosztów działalności operacyjnej. Miesięczne CPO w 2024 wahały się przedziale 9,4-11,7 mld zł, gdzie jedynie w marcu CPO wyniosły poniżej 10 mld zł.

CPO w ujęciu r/r wzrosły o ok. 14%. Całkowite przychody operacyjne po III kwartale 2024 r. osiągnęły poziom 96,82 mld zł wobec 84,91 mld zł w analogicznym okresie 2023 r.

Annualizowana stopa całkowitych przychodów operacyjnych na koniec III kwartału 2024 r. osiągnęła poziom 4,00%, co oznacza kontynuację spadku z poziomu 4,42% na początku 2024 r. Jednocześnie w długim horyzoncie czasowym bieżąca stopa CPO osiąga poziomy wyraźnie wyższe niż długookresowa średnia.

Rys. 22 Udział wyniku odsetkowego w całkowitych przychodach operacyjnych (CPO)



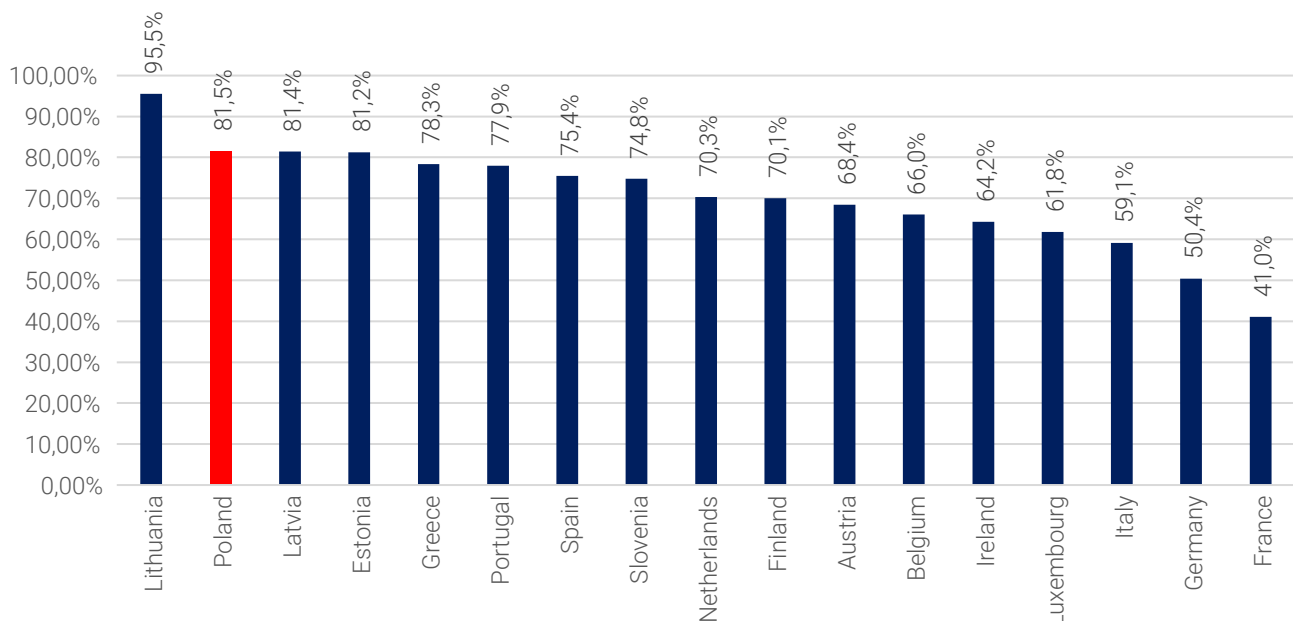
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



Stopa całkowitych przychodów operacyjnych w polskim sektorze bankowym na koniec III kwartału 2024 r. utrzymywała się na jednym z wyższych poziomów w stosunku do innych europejskich sektorów bankowych. Wyższą stopę CPO odnotowano wyłącznie w słoweńskim, łotewskim i estońskim sektorze bankowym.

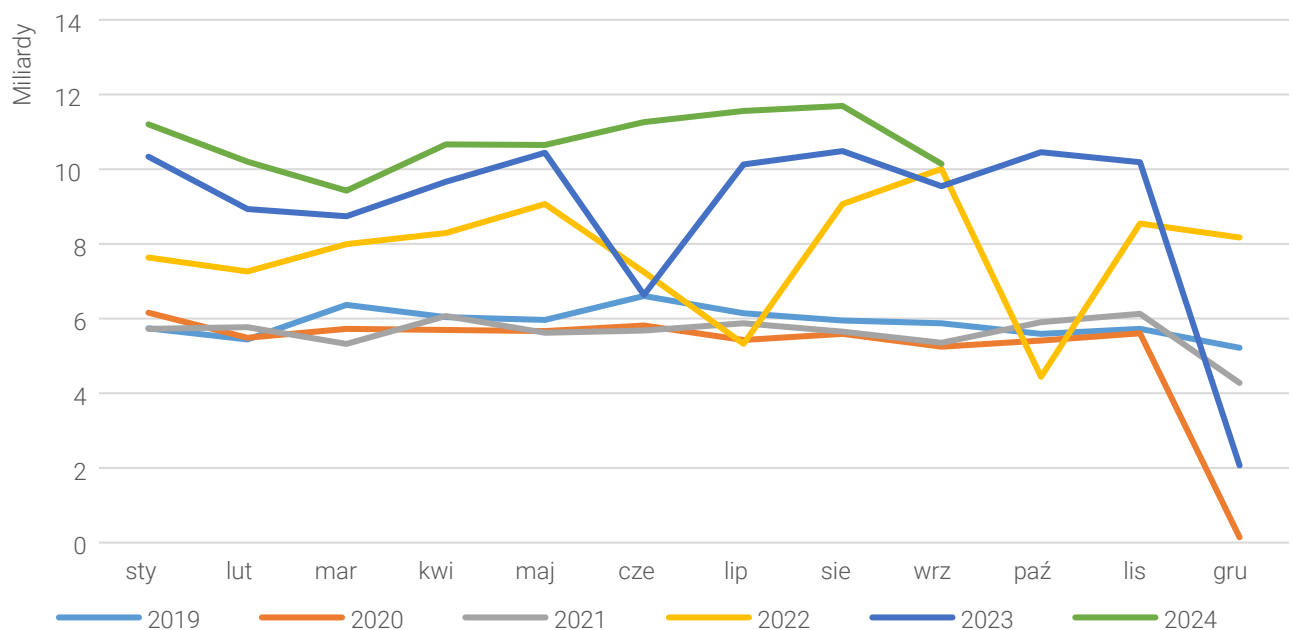
W III kwartale 2024 r. koszty działania powiększone o amortyzację istotnie wzrosły na przestrzeni roku. Na koniec września koszty działania powiększone o amortyzację wyniosły 41,66 mld zł, co oznacza wzrost tej kategorii o 11,21% r/r. Na koniec analizowanego okresu koszty działania banku stanowiły 37,67 mld zł (90,4%), a amortyzacja 3,99 mld zł (9,6%).

Rys. 23 Udział wyniku odsetkowego w całkowitych przychodach operacyjnych w polskim sektorze bankowym i w sektorach bankowych z krajów strefy euro



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, ECB

Rys. 24 Całkowite przychody operacyjne sektora bankowego w miesiącach



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

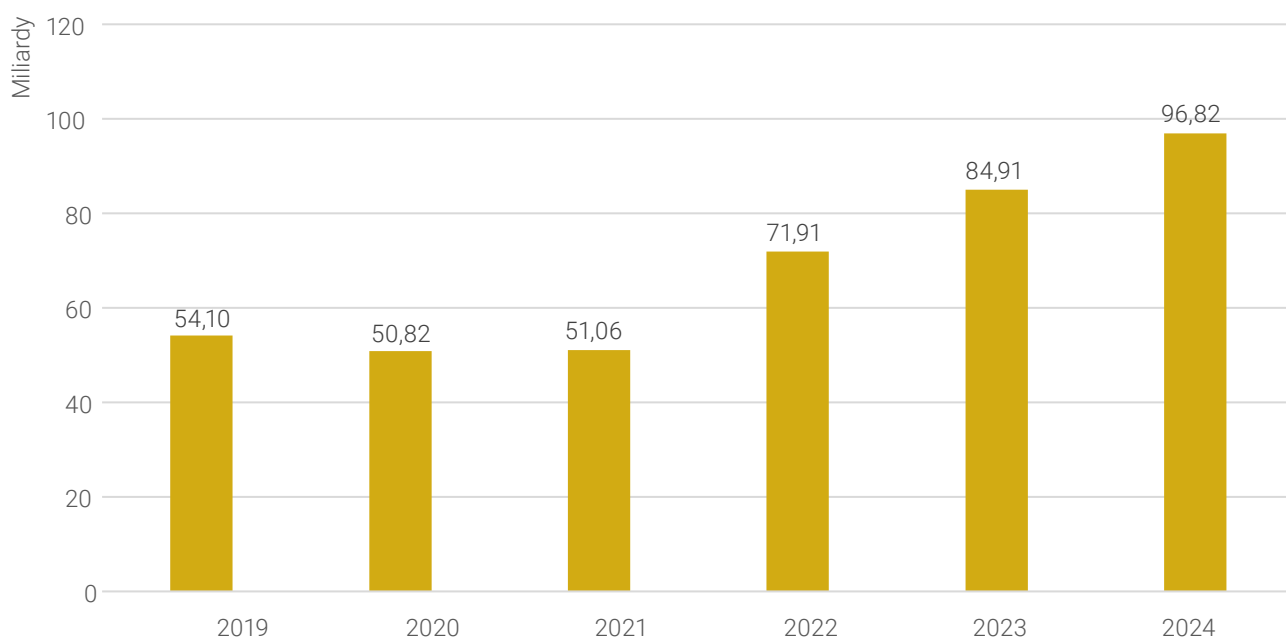


W warunkach wysokich stóp procentowych przeładających się na wysoką stopą całkowitych przychodów operacyjnych, nawet znaczący wzrost kosztów działania nie wpłynął negatywnie na wysokość wskaźnika efektywności kosztowej C/I. Wraz ze wzrostem stóp procentowych, na skutek wzrostu przychodów banków, wartość wskaźnika ulega sys-

tematycznemu obniżeniu. Według stanu na koniec III kw. 2024 r. jego poziom osiągnął historyczne minimum wynoszące 43%.

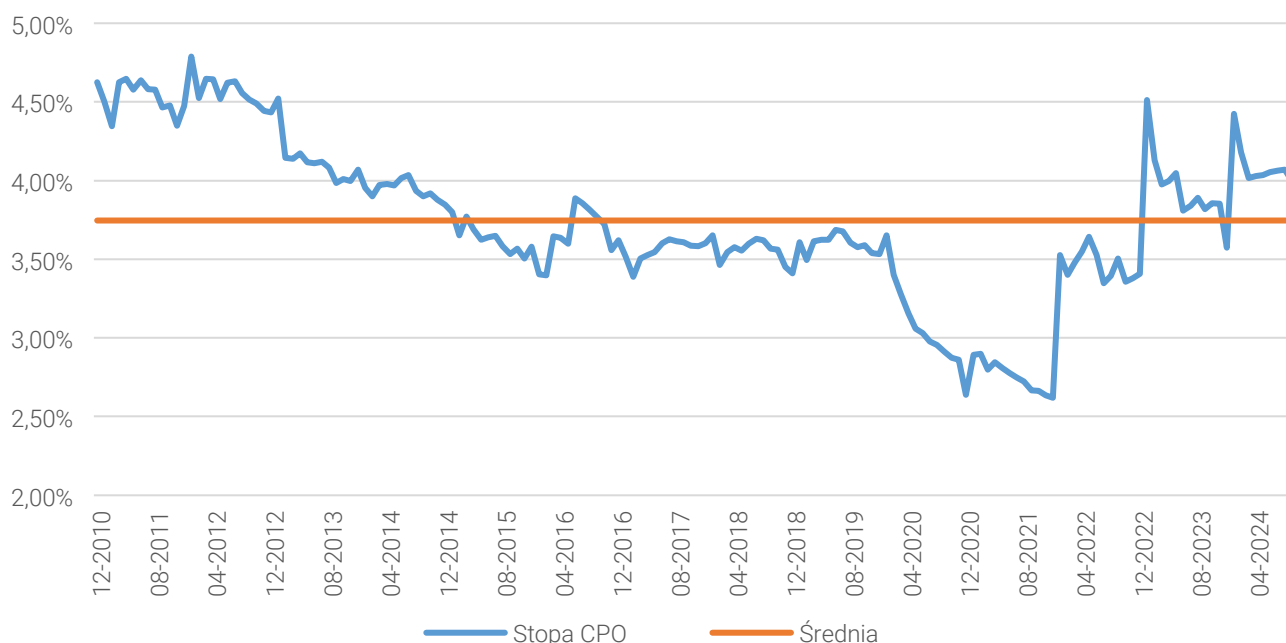
Silny spadek wskaźnika C/I, który w polskim sektorze bankowym trwa od 2021 r., według stanu na koniec III kw. 2024 r. plasuje nas na jednym z lep-

Rys. 25 Całkowite przychody operacyjne – stany na koniec III kwartału



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 26 Annualizowana stopa CPO



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

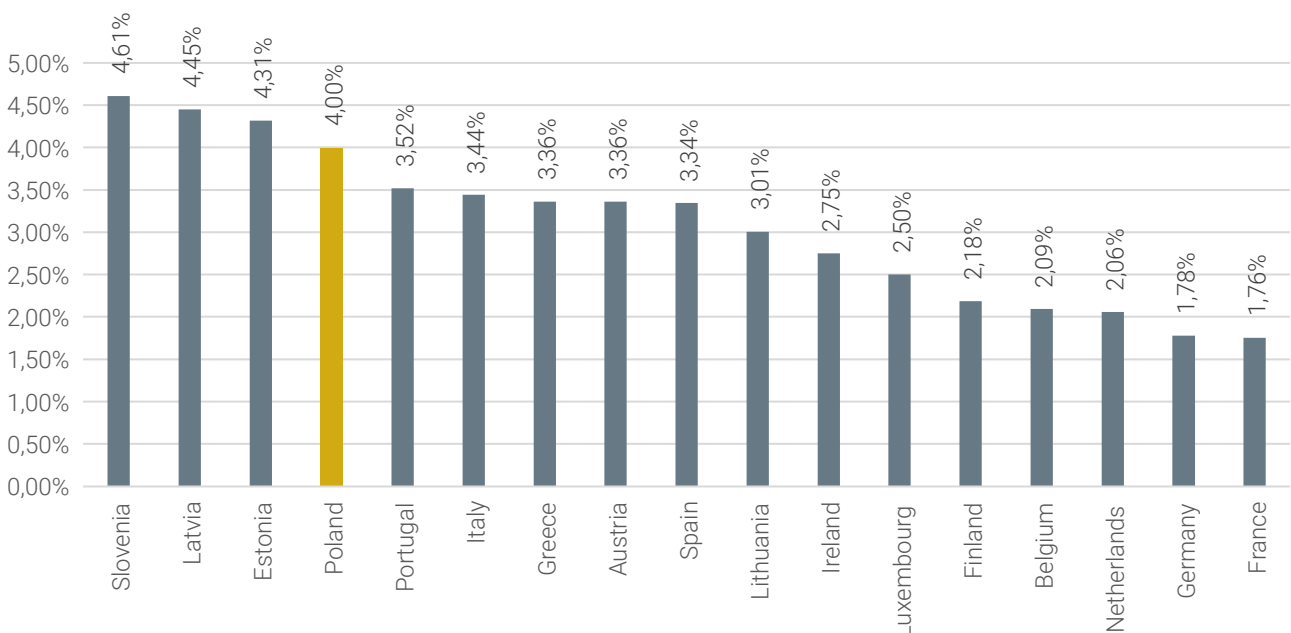


szych miejsc w porównaniu z innymi europejskimi sektorami bankowymi. Oznacza to, że polski sektor bankowy charakteryzuje się jedną z lepszych efektywności kosztowych. Należy jednak pamiętać, że stan ten możliwy był do osiągnięcia jedynie na skutek wzrostu przychodów. Koszty w polskim sektorze bankowym również znacząco wzrosły. Sprawia to,

że w warunkach oczekiwanych spadków stóp procentowych istnieje ryzyko znaczącego pogorszenia się wartości tego wskaźnika.

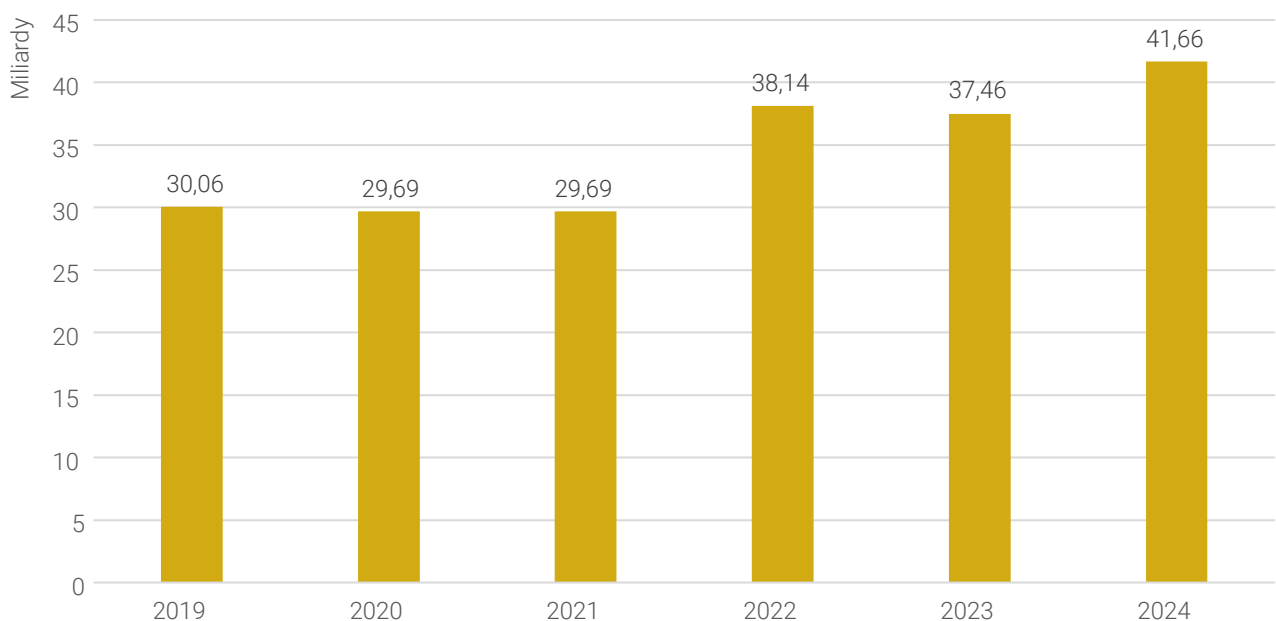
Analizując poziom kosztów działania można odnieść je również do liczby pracowników zatrudnionych w sektorze bankowym. Pomijając anomalię

Rys. 27 Annualizowana stopa CPO w polskim sektorze bankowym i w sektorach bankowych z krajów strefy euro



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC

Rys. 28 Koszty działania powiększone o amortyzację – stany na koniec III kwartału



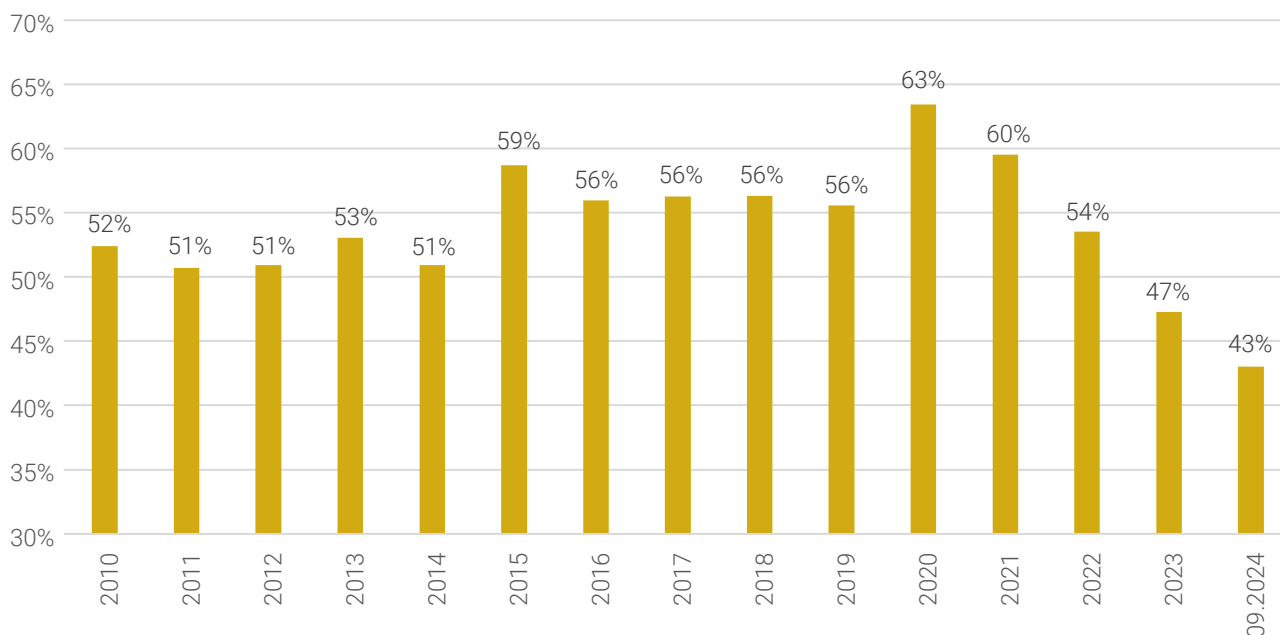
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



z czerwca 2022 roku (rezerwy na wakacje kredytowe), widoczny jest wzrost kosztów działania banków w każdym kolejnym roku. Wzrost wynagrodzeń w gospodarce i potrzeba zatrudniania specjalistów wynikająca z regulacji prawnych dla sektora bankowego oraz wymagań rynkowych niosą za sobą wyższe koszty pracownicze dla poszczególnych

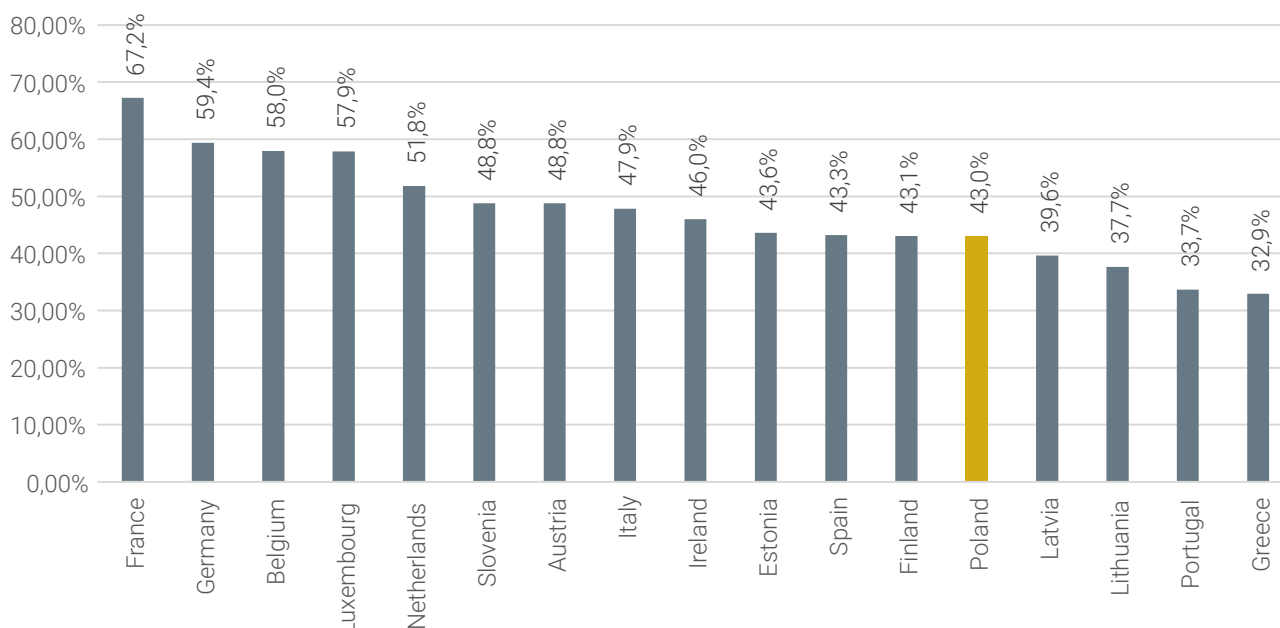
banków. Niedopasowanie wzrostu wynagrodzeń w gospodarce do inflacji może także stanowić wyzwanie dla całego sektora w czasie, gdy na horyzoncie widoczna jest obniżka stóp procentowych, ponieważ przychody z tytułu prowizji oraz pozostałe przychody nie pokrywają nawet w połowie kosztów działania banków.

Rys. 29 Wskaźnik C/I w polskim sektorze bankowym



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 30 Wskaźnik C/I w sektorach bankowych strefy euro i w Polsce – III kw. 2024 r.



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC



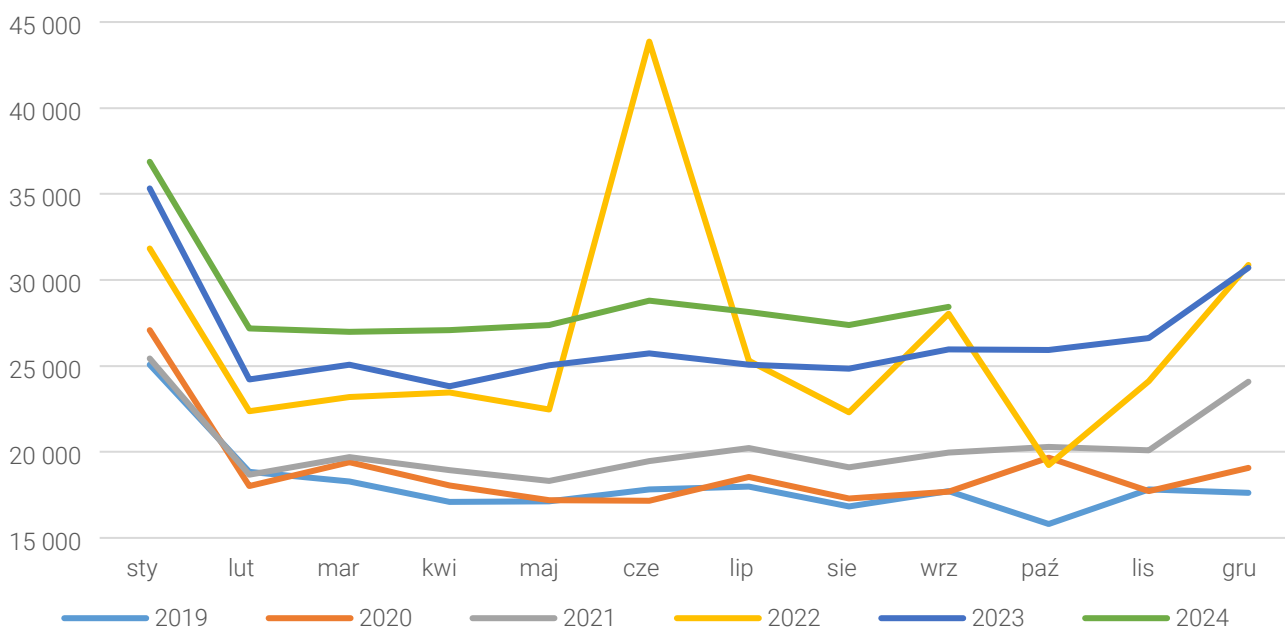
Dzięki pozytywnym zmianom w wyniku odsetkowym, CPO pomniejszone o koszty działania i amortyzację po III kwartale 2024 r. osiągnęły poziom 55,16 mld zł i wzrosły r/r o 16,24%.

Poziom rezerw i odpisów w III kwartale 2024 r. zmniejszył się względem III kw. 2023 r. Rezerwy i od-

pisy wyniosły na koniec września 13,13 mld zł. Tym samym ich wartość r/r spadła o 20,2%.

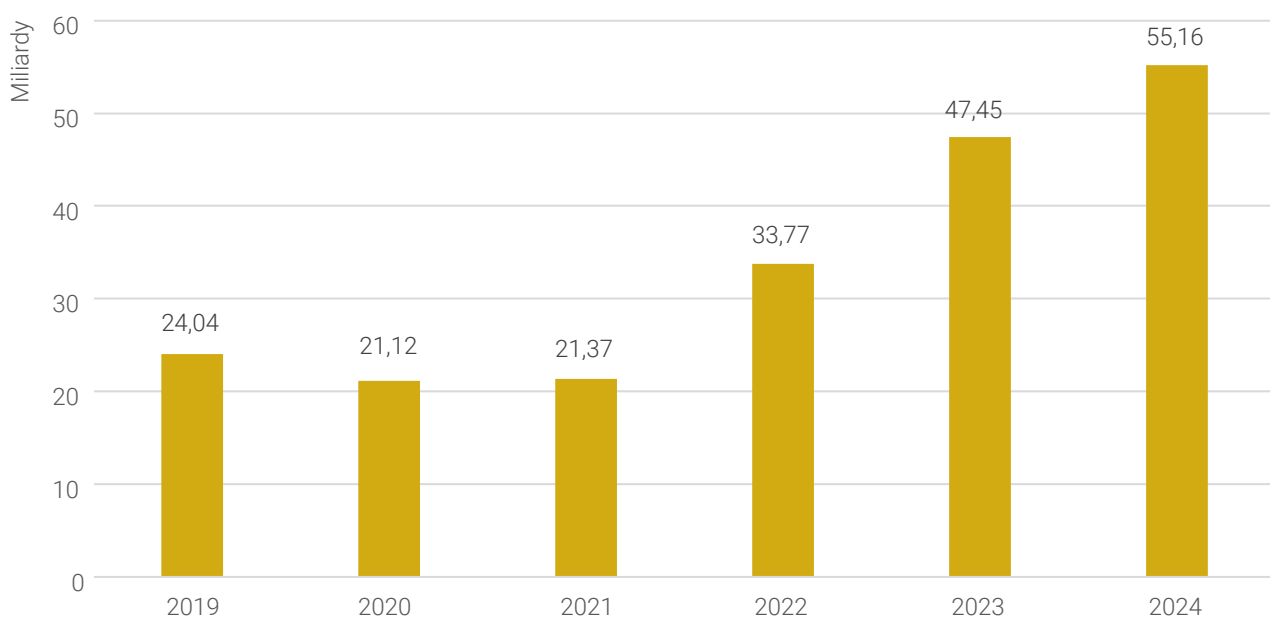
Przy jednej z najwyższych stóp całkowitych przychodów operacyjnych spośród europejskich sektorów bankowych, polski sektor bankowy charakteryzuje się również najwyższą stopą całkowitych

Rys. 31 Koszty działania przypadające na jednego pracownika banku



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 32 CPO pomniejszone o koszty działania i amortyzację – stany na koniec III kwartału



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

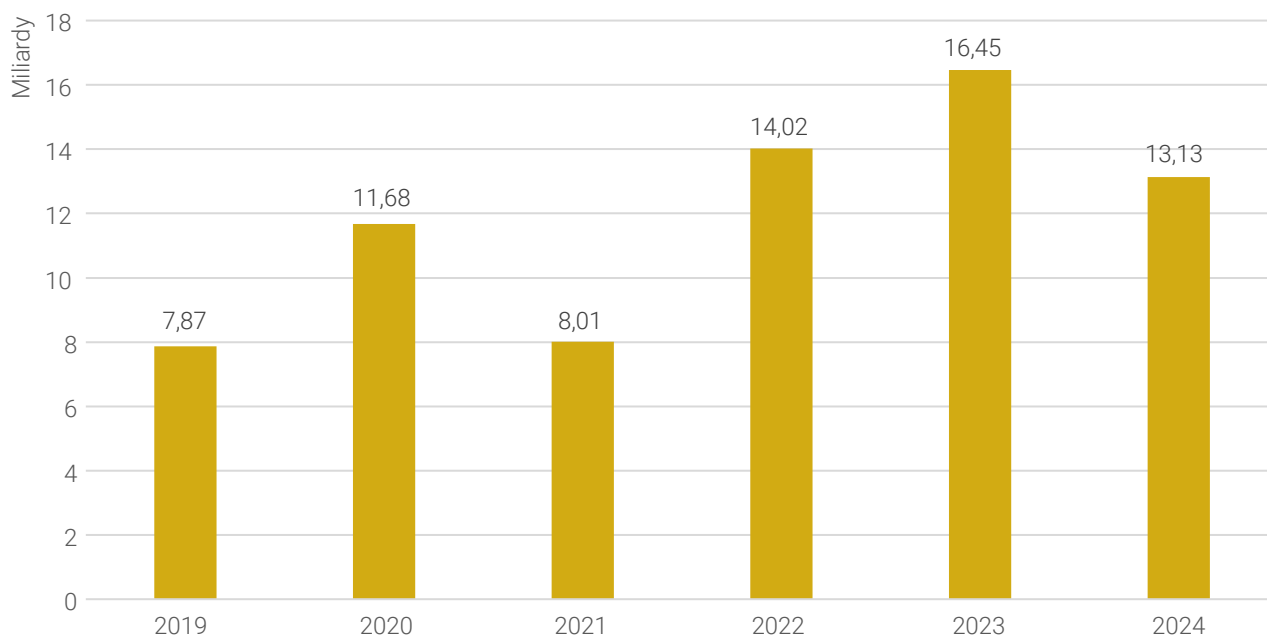


kosztów (2,82%). Co istotne, stopa kosztów całkowitych z wyłączeniem kosztów CHF (2,23%) plasuje polski sektor w połowie stawki europejskich sektorów bankowych. Znaczący wpływ na tak wysoki poziom stopy kosztów całkowitych w polskim sektorze bankowym ma wysoka stopa wnoszona przez koszty ryzyka prawnego związa-

nego z kredytami walutowymi (0,59% - wartość po III kw. 2024 r. z przewidywanym kosztem w IV kw. 2024 r.).

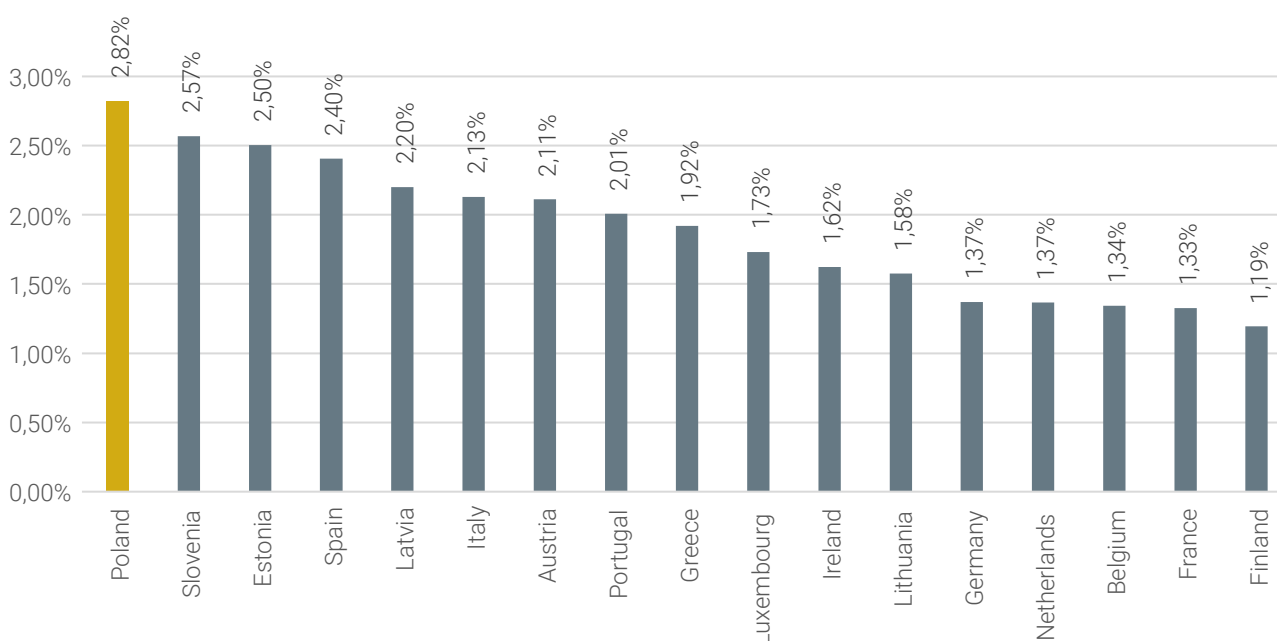
Dekompozycja stopy całkowitych kosztów wskazuje, że pod względem stopy kosztów działania polski sektor bankowy osiąga poziom zbliżony do średniej

Rys. 33 Odpisy i rezerwy banków – stany na koniec III kwartału



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 34 Stopa kosztów całkowitych w polskim sektorze bankowym i w sektorach bankowych z krajów strefy euro (III kwartał 2024)



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC



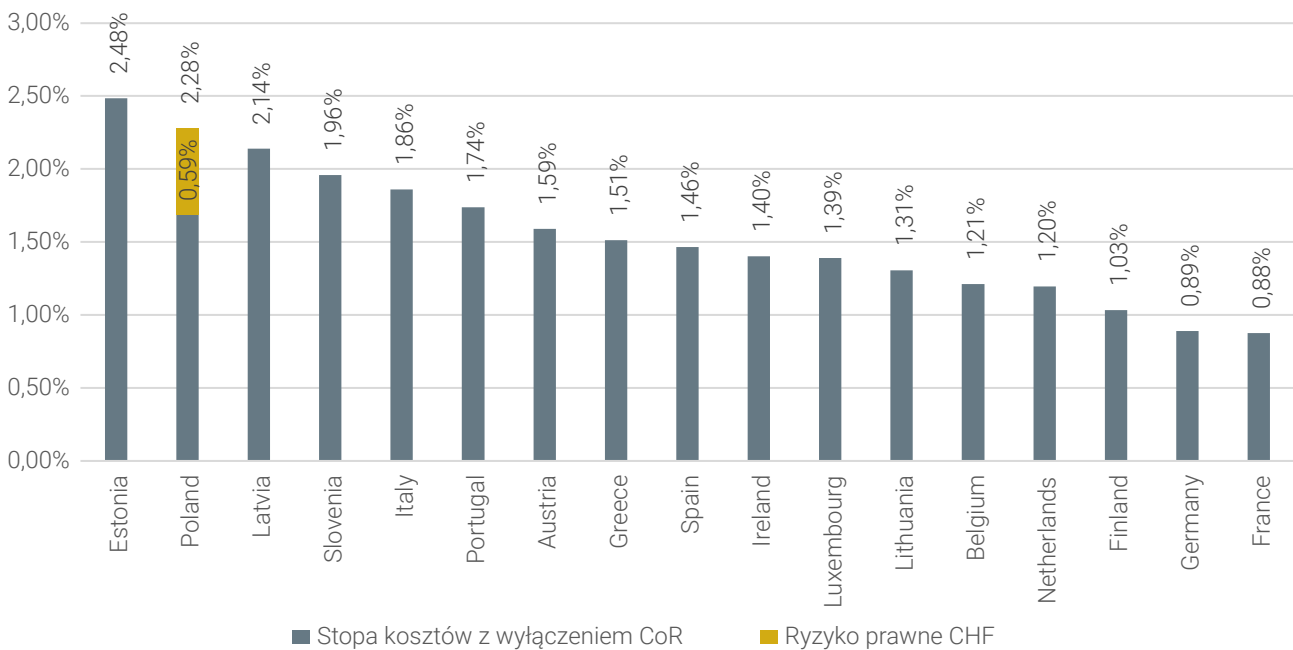
wśród europejskich sektorów bankowych (1,69%).

Jednocześnie polski sektor bankowy charakteryzuje się umiarkowanym poziomem stopy kosztów ryzyka w sytuacji, w której wyłączone jest ryzyko prawne związane z kredytami CHF (0,54%). Jednocześnie uwzględniając koszty ryzyka prawnego dotyczącego

kredytów walutowych, stopa kosztów ryzyka w polskim sektorze wzrasta do poziomu 1,14% - zdecydowanie najwyższy spośród europejskich sektorów bankowych.

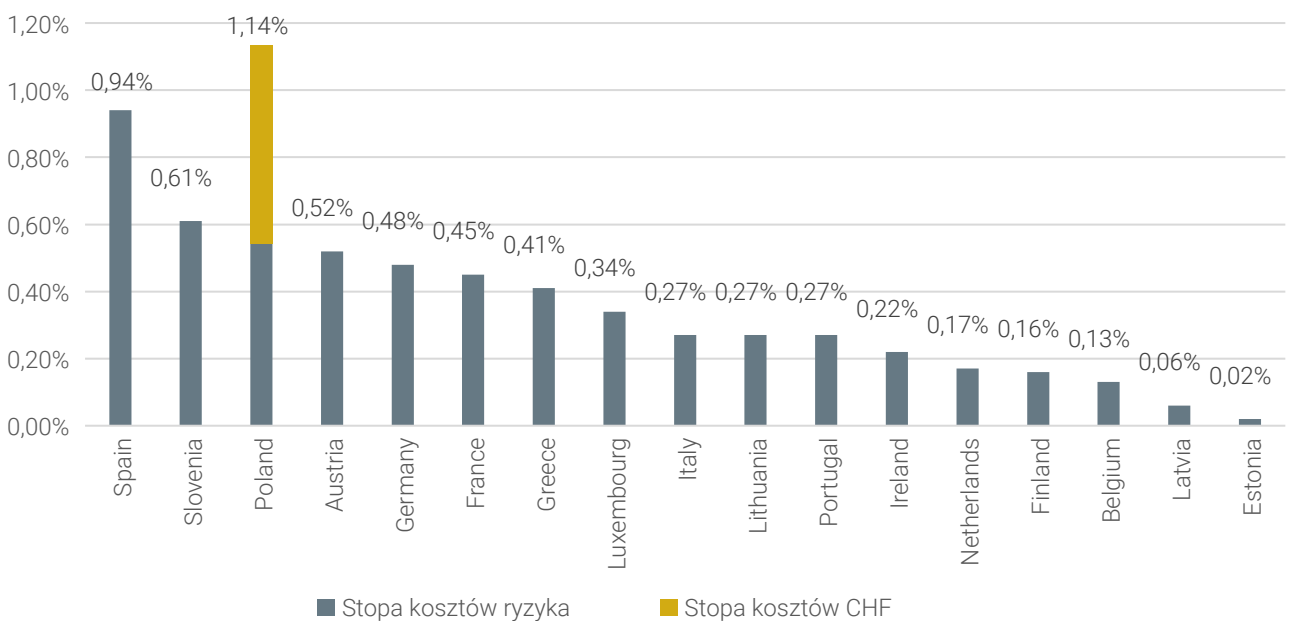
Według stanu na koniec III kw. 2024 r. sektor bankowy poniósł koszty związane z ryzykiem prawnym

Rys. 35 Stopa kosztów działania w polskim sektorze bankowym i w sektorach bankowych z krajów strefy euro z wyłączeniem stopy kosztów ryzyka (CoR) (III kwartał 2024)



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC

Rys. 36 Stopa kosztów ryzyka w polskim sektorze bankowym i w sektorach bankowych z krajów strefy euro (III kwartał 2024)



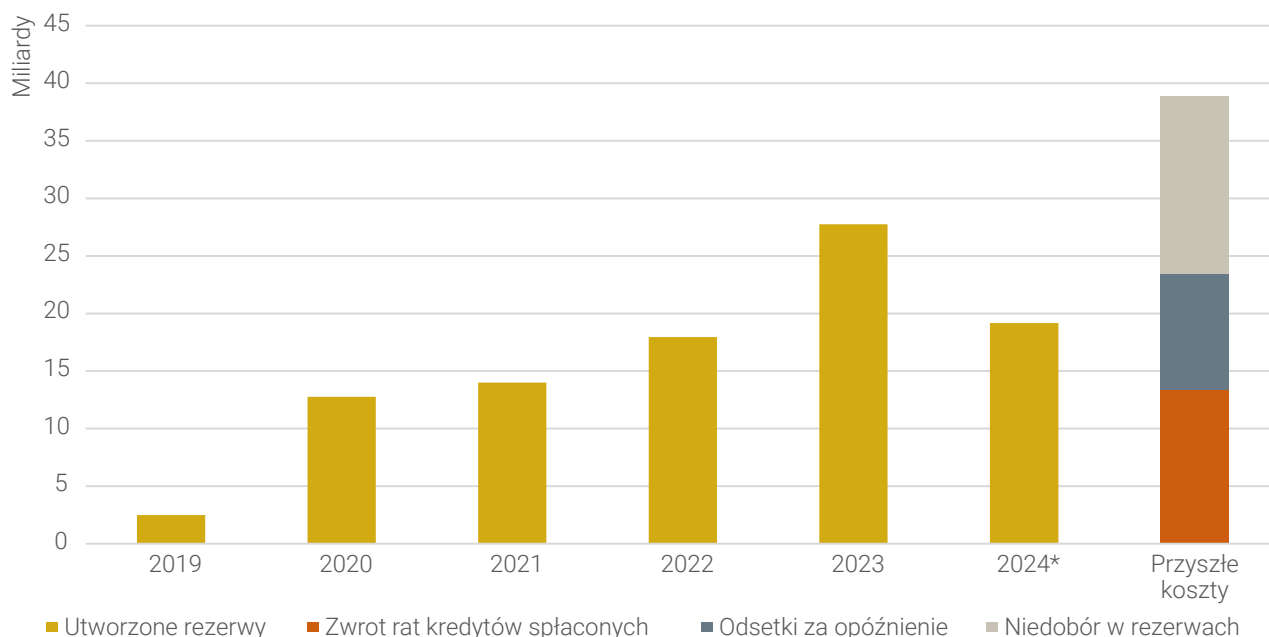
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC



kredytów walutowych na poziomie ok. 11 mld zł (rezerwy, ugody, odpisy wartości bilansowej kredytów w odniesieniu do aktywnego portfela kredytów walutowych). Oznacza to, że od początku 2019 r. koszty z tego tytułu wyniosły już ponad 86 mld zł, zaś uwzględniając przewidywane koszty w IV kw. 2024 r., mogą one przekroczyć 94 mld zł.

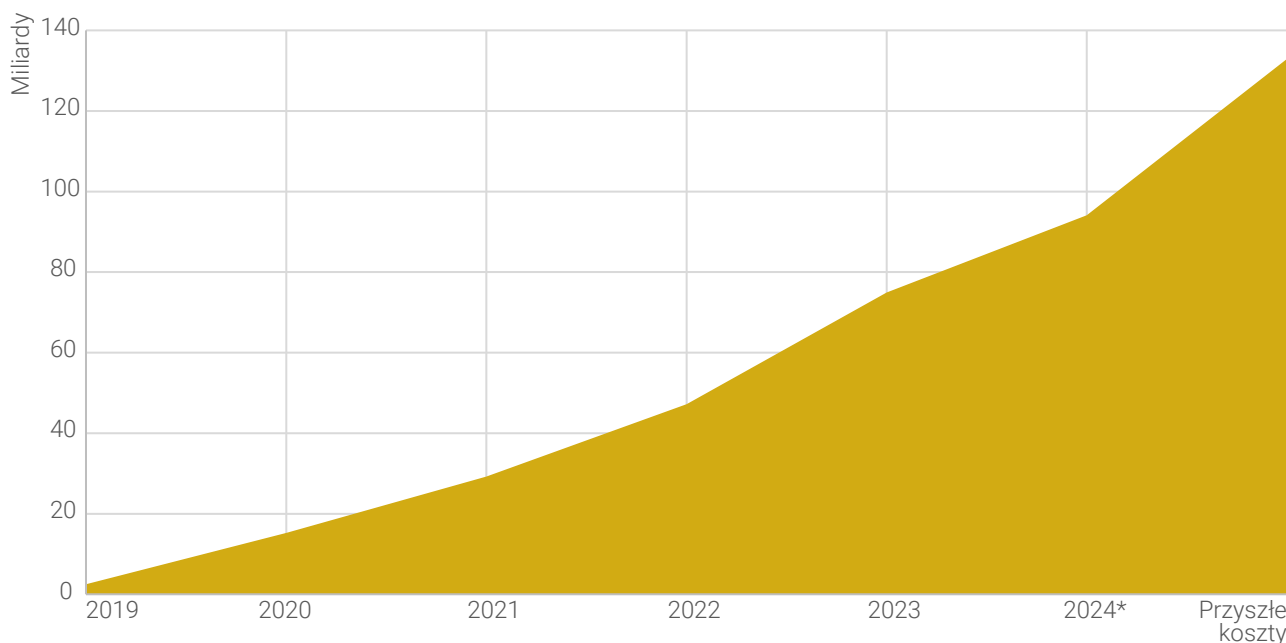
Uwzględniając przyszłe koszty, szacowane przez NBP w wariancie maksymalnym na poziomie blisko 39 mld zł, łączne koszty związane z kredytami walutowymi mogą osiągnąć poziom prawie 133 mld zł. Z drugiej strony, w grudniowym Raporcie o stabilności systemu finansowego NBP wskazuje, że przyszłe koszty związane z ryzykiem prawnym walutowych

Rys. 37 Rezerwy na walutowe kredyty mieszkaniowe w kolejnych latach – wartość szacunkowa



Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Raport o stabilności systemu finansowego, NBP, czerwiec 2024 oraz grudzień 2024

Rys. 38 Skumulowana wysokość rezerw na ryzyko prawne kredytów walutowych tworzonych w poszczególnych latach z uwzględnieniem przyszłych kosztów [mld zł]



Źródło: opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Raport o stabilności systemu finansowego, NBP, czerwiec 2024 oraz grudzień 2024



kredytów mieszkaniowych mogą być nieco niższe i wynieść około 23 mld zł.

Należy również pamiętać, że bieżący poziom rezerw na walutowe kredyty mieszkaniowe znajduje się obecnie (VI 2024 r.) na poziomie ok. 60 mld zł. Ich niższa wartość wynika przede wszystkim z faktu pomniejszenia ich o rozwiązane rezerwy (na pokrycie kosztów ugód i kosztów wyroków sądowych) – ok. 24-25 mld zł.

2.2. Wybrane dane bilansowe sektora bankowego po III kwartale 2024 r.

Nominalna wartość sumy bilansowej na koniec III kwartału 2024 osiągnęła rekordową wartość 3,23 bln zł. Wartość ta systematycznie rośnie od lat. W 2010 roku suma bilansowa sektora bankowego wyniosła 1,16 mld zł, co oznacza, że na przestrzeni niemal 14 lat suma bilansowa wzrosła o 2,8-krotnie.

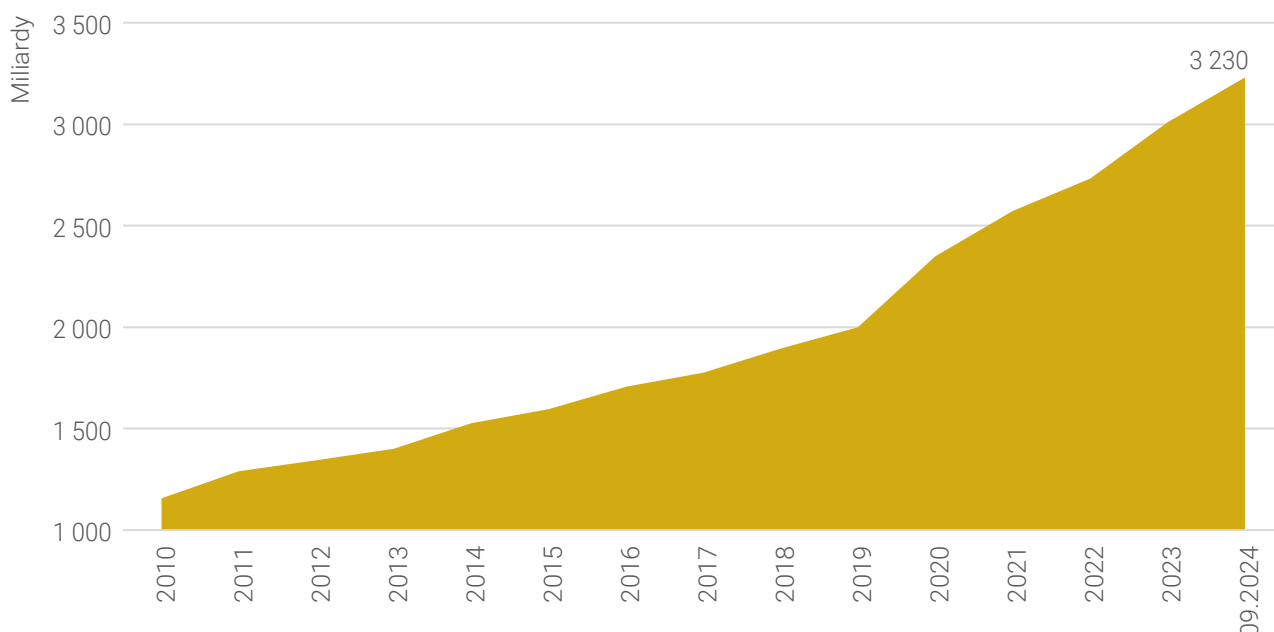
Pomimo tego wartość aktywów sektora bankowego, w ujęciu realnym, a zatem w relacji do rozmiarów gospodarki, w ostatnim czasie uległa zmniejszeniu. Aktywa sektora bankowego w 2010 r. stanowiły blisko 82% PKB, 100,5% w 2020 r. zaś wg stanu na koniec III kw. 2024 ich udział osiągnął poziom 90,3%. Polski sektor bankowy w ostatnich pięciu latach znajduje się w fazie kurczenia się w stosunku do rozwijają-

cej się gospodarki. W porównaniu do I półrocza 2024 wartość relacji aktywów do PKB wzrosła o 2,8 p.p. Polski sektor bankowy powrócił do rozmiarów z 2015 r., co oznacza, że w trakcie minionej dekady realnie nie zwiększył swoich rozmiarów. Co istotne, jeszcze w I półroczu 2024 r. polski sektor bankowy oscylował na poziomie ok. 88-89% PKB. Wyższa wartość na koniec III kw. jest również efektem negatywnych korekt dokonanych w prognozach realnego wzrostu PKB w 2024 r. (początkowo szacowano, że wzrost gospodarczy w Polsce w 2024 r. osiągnie poziom 3,5%, zaś obecne projekcje wskazują na poziom 2,7%).

W rezultacie polski sektor bankowy w ujęciu realnym jest jednym z mniejszych spośród europejskich sektorów bankowych. Mniejsze sektory bankowe znajdują się jedynie w Słowenii i na Litwie.

Kapitały własne sektora bankowego na koniec III kw. 2024 r. wyniosły 274,87 mld zł, a w ujęciu realnym (w relacji do PKB) wyniosły 7,69%. Od 2022 roku, kiedy wartość relacji KW do PKB wyniosła zaledwie 6,6% następuje stopniowa poprawa. Niemniej jednak poziom relacji kapitałów własnych do PKB osiągnięty na koniec III kw. 2024 r. nadal pozostaje wyraźnie niższy niż w latach 2010 – 2020. Z perspektywy analizy zdolności sektora bankowego do finansowania potrzeb rozwijającej się gospodarki i jej potrzeb kluczowe pozostaje zapewnienie stabilnego wzro-

Rys. 39 Suma bilansowa sektora bankowego



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



stu i rozwoju sektora bankowego oraz umożliwienie mu budowania kapitałów własnych niezbędnych do finansowania dużych projektów infrastrukturalnych.

Pod względem realnej wartości kapitałów własnych polski sektor bankowy pozostaje jednym z najmniej-szych spośród europejskich sektorów bankowych. Mniejszy sektor bankowy pod względem relacji kapitału własnego do PKB ma wyłącznie Litwa.

W trakcie trzeciego kwartału postępowała erozja udziału kredytów w aktywach sektora bankowego. Pomimo wzrostu wartości nominalnej kredytów dla sektora niefinansowego o 37,2 mld zł (44,77 mld zł po dziesięciu miesiącach 2024 r.), ich udział w aktywach sektora bankowego na przestrzeni 9 miesięcy 2024 roku spadł o 1,3 pp. i wyniósł 35,1%. Obecnie, na niemal podobnym poziomie w strukturze aktywów znajdują się instrumenty dłużne – 33%. Wyrażna zmiana widoczna jest od 2020 roku, wraz z ogromnymi emisjami obligacji skarbowych i emisjami obligacji PFR i BGK. W warunkach wysokich stóp procentowych na akcję kredytową niekorzystnie wpływa również konstrukcja podatku bankowego penalizującego działalność kredytową banków oraz wysokie koszty ryzyka prawnego, związanego z działalnością kredytową.

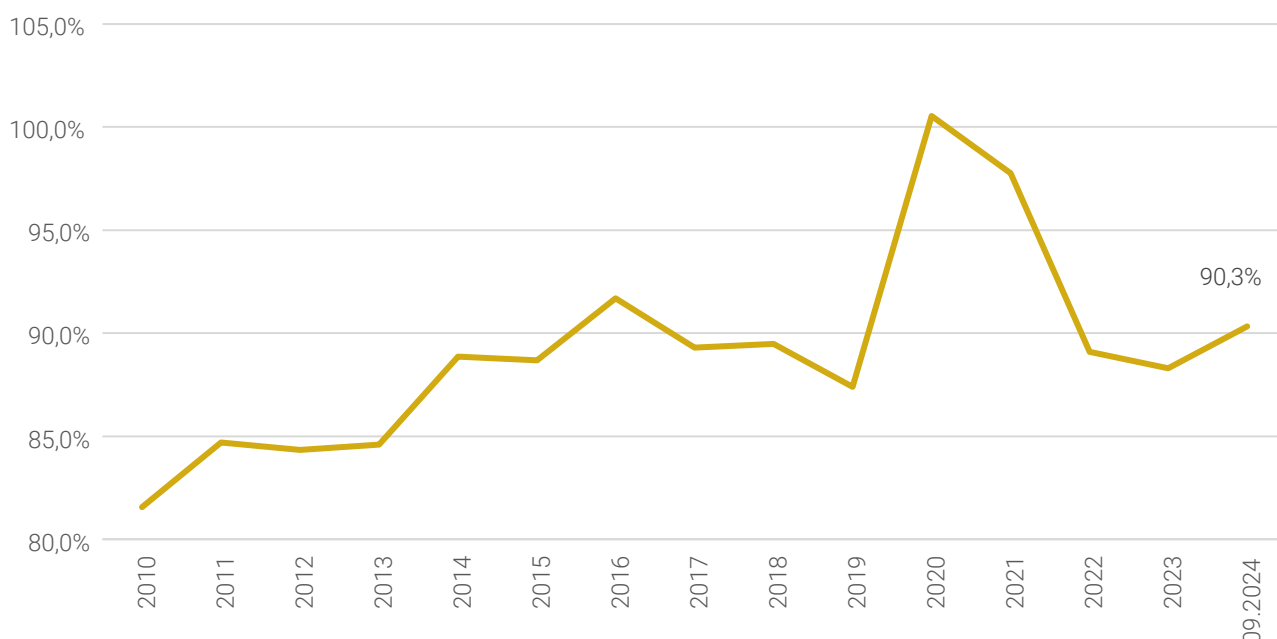
Sektor bankowy ma fundamentalną rolę do odegrania w procesie finansowania potrzeb gospodarki.

Tymczasem zmiany zachodzące w strukturze aktywów na przestrzeni ostatnich lat nie są korzystne. W aktywach banków przyrastają głównie instrumenty dłużne (w tym przede wszystkim SPW). Około połowa SPW znajduje się w rękach banków. Z kolei SPW stanowią ok 17% aktywów banków (33,01% stanowią instrumenty dłużne ogółem, a zatem również z obligacjami BGK i PFR). Kondycja sektora bankowego zależy zatem w dużym stopniu od stanu finansów publicznych. Z kolei stan finansów publicznych zależy od kondycji sektora. Skala tego powiązania zrobiła się już bardzo duża. W tym samym czasie (2020 - X 2024) przyrost kredytów dla sektora niefinansowego był blisko 10-krotnie niższy.

Od 2020 roku widoczny jest silny wzrost wartości dłużnych papierów wartościowych. Przez blisko pięć lat ich wartość wzrosła z poziomu ok. 419 mld zł do poziomu ok. 938 mld zł. Najwyższe wzrosty odnotowano w kategoriach dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez banki centralne (+221,6 mld zł) oraz instytucji rządowych szczebla centralnego (177,8 mld zł).

W strukturze emitentów przez cały analizowany okres dominują instytucje rządowe szczebla centralnego, które na koniec III kwartału odpowiadały za emisję niemal 53% dłużnych papierów wartościowych. Na drugim miejscu znalazły się dłużne papiery wartościowe emitowane przez banki centralne,

Rys. 40 Aktywa sektora bankowego w relacji do PKB



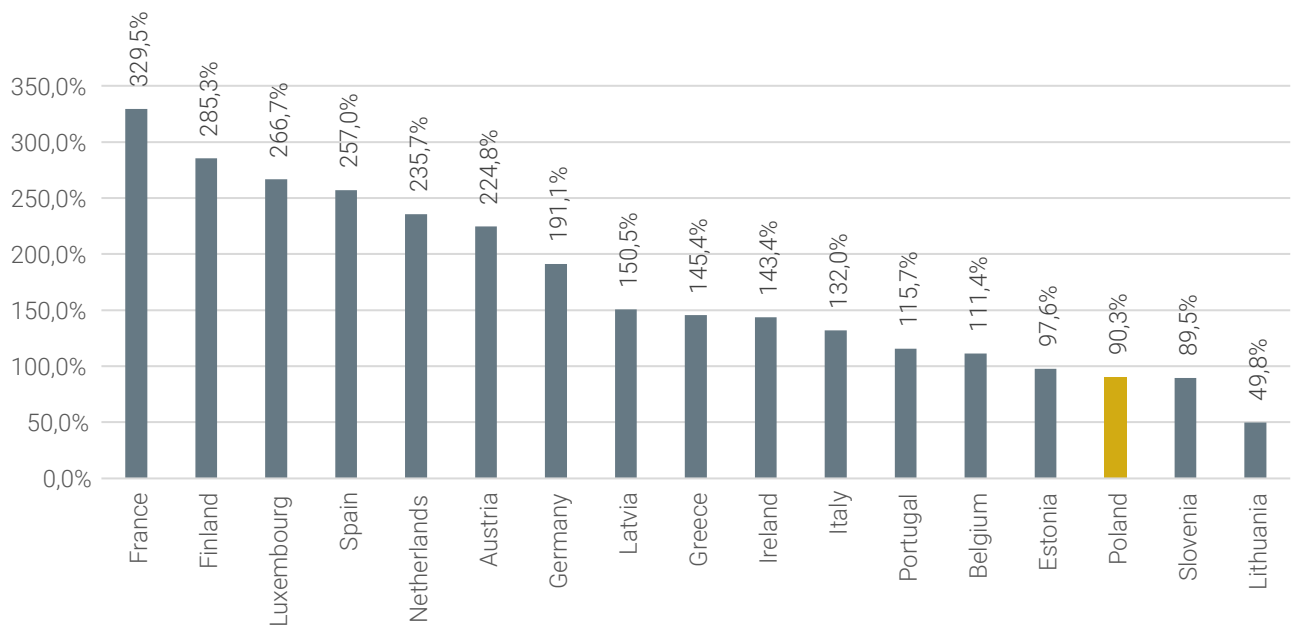
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



których udział wzrastał wraz ze wzrostem stóp procentowych. Na uwagę zasługuje fakt marginalnego udziału papierów dłużnych, emitowanych przez podmioty sektora niefinansowego, a także na wzrost udziału pozostałych monetarnych instytucji finansowych (głównie BGK) z ok. 2% do ok. 10%.

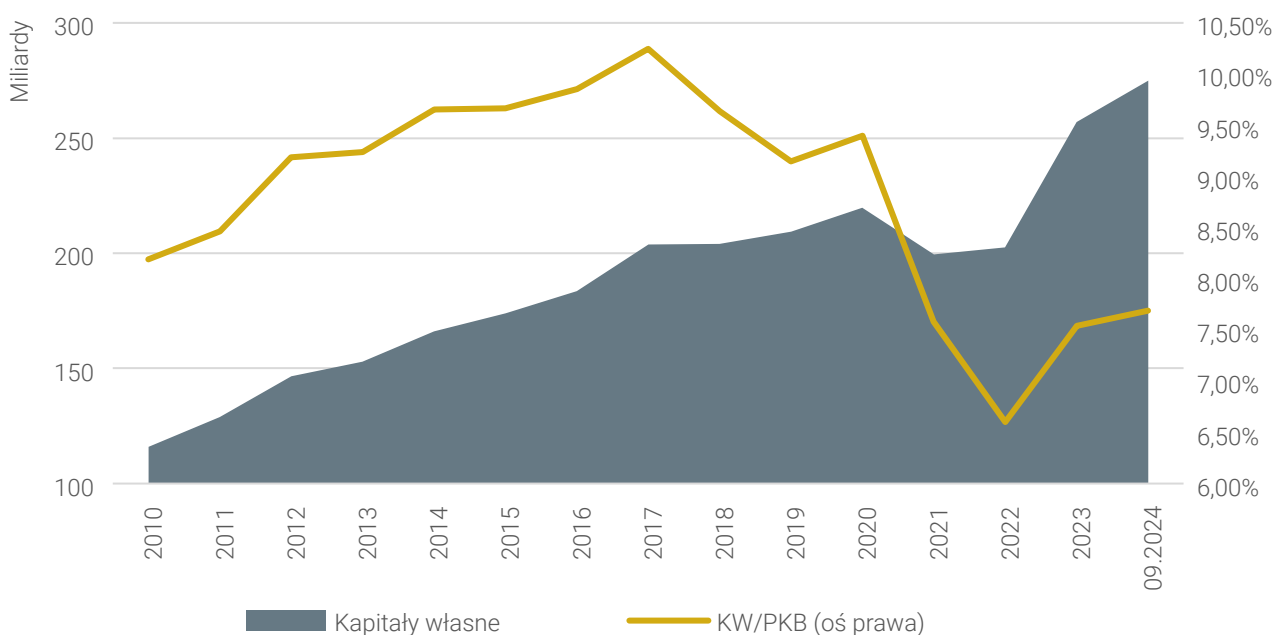
W ostatnich latach widoczny jest dynamiczny przyrost wartości dłużnych papierów wartościowych, zarówno tych o okresie zapadalności do 1 roku, ale także tych powyżej 2 lat. To na co należy zwrócić uwagę to fakt, że dłużne papiery wartościowe o okresie zapadalności od 1 do 2 lat pozostają na bardzo niskim poziomie ze względu na mniejszą elastyczność

Rys. 41 Aktywa w relacji do PKB w III kw. 2024 r. – polski sektor bankowy i sektory bankowego z krajów strefy euro



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, ECB

Rys. 42 Kapitały własne sektora bankowego i kapitały własne w relacji do PKB



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

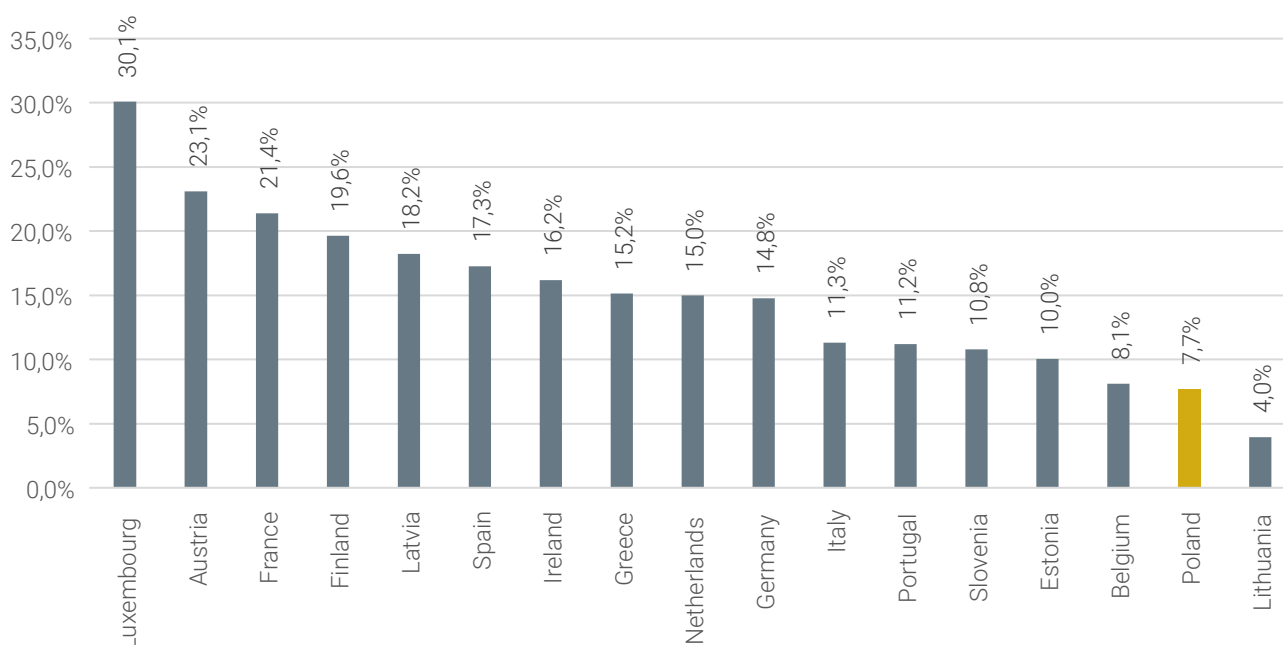


w porównaniu do jednorocznych papierów dłużnych, a także o mniejszej stabilności w czasie niż w przypadku długookresowych papierów dłużnych. Znaczący przyrost długoterminowych instrumentów dłużnych stanowi również dla banków swego rodzaju zabezpieczenie w zakresie przychodów odsetkowych w sytuacji, w której spadną stopy procentowe.

Już dziś przychody odsetkowe z obligacji stanowią około 25% przychodów odsetkowych banków.

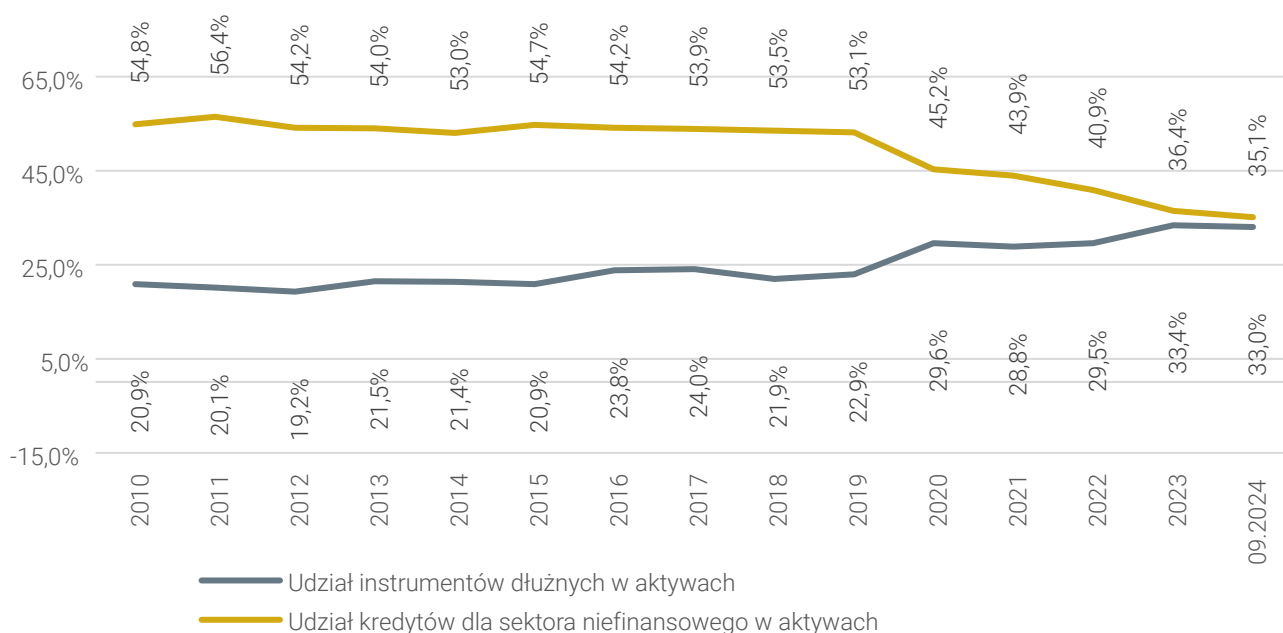
Zdecydowana większość papierów dłużnych na koniec III kw. 2024 roku ma przewidziany termin zapadalności powyżej 2 lat (70%). Od momentu wybuchu pandemii widoczny był wzrost udziału krótkotermini-

Rys. 43 Kapitał własny w relacji do PKB w III kw. 2024 r. – polski sektor bankowy i sektory bankowego z krajów strefy euro



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC

Rys. 44 Udział kredytów dla sektora niefinansowego i instrumentów dłużnych w aktywach



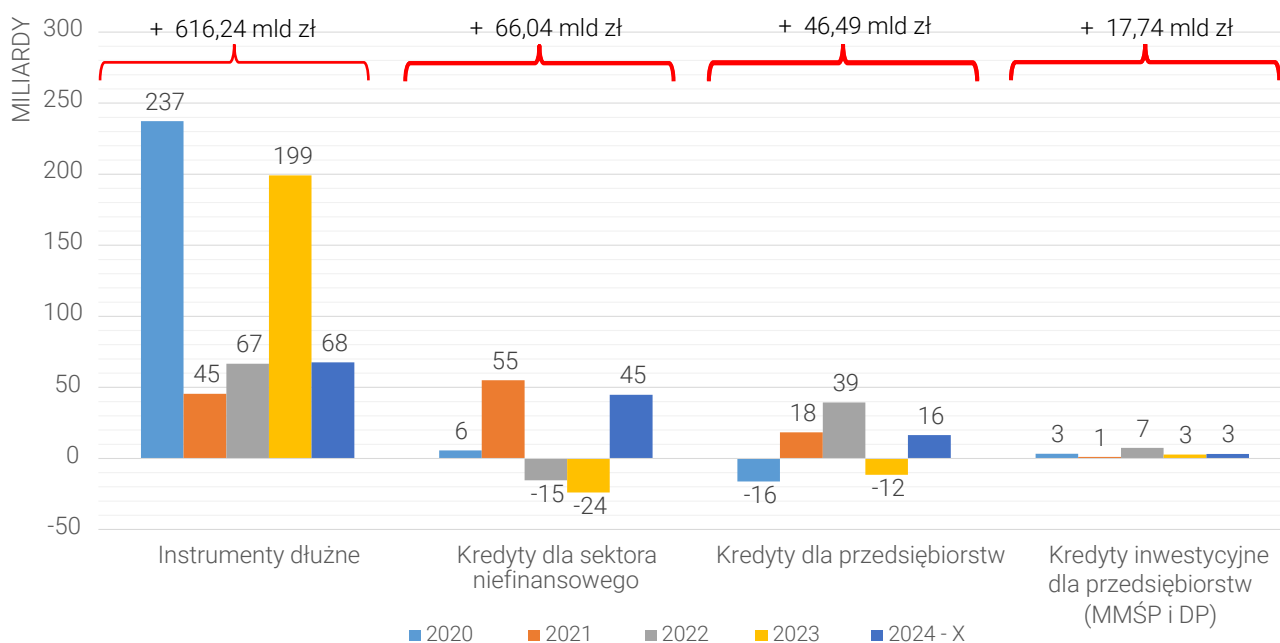
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF



nowych papierów dłużnych. Zauważalne jest także dostosowywanie zapadalności papierów dłużnych do stóp procentowych, gdzie w okresie wysokich stóp procentowych widoczne są wzrosty krótkoterminowych papierów dłużnych do poziomów powyżej 30%.

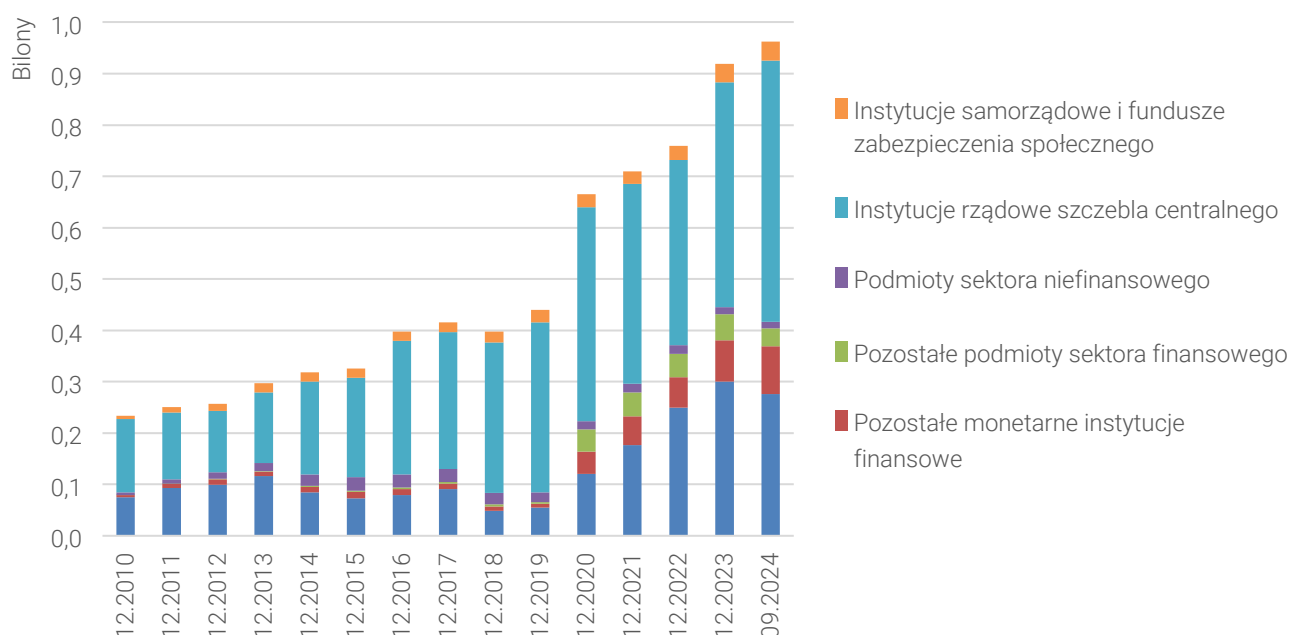
Od momentu wprowadzenia (w 2016 roku) podatku bankowego trwa spadek udziału kredytów dla sektora niefinansowego w relacji do PKB. W trzecim kwartale wskaźnik relacji tychże kredytów do PKB spadł do najniższego poziomu w analizowanym okresie i wyniósł zaledwie 31,67%. W okresie obowiązywania podatku bankowego oznacza to spadek o blisko 18 p.p.

Rys. 45 Roczny przyrost wybranych pozycji aktywów banków



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 46 Wartość instrumentów dłużnych w aktywach sektora bankowego w Polsce



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane NBP

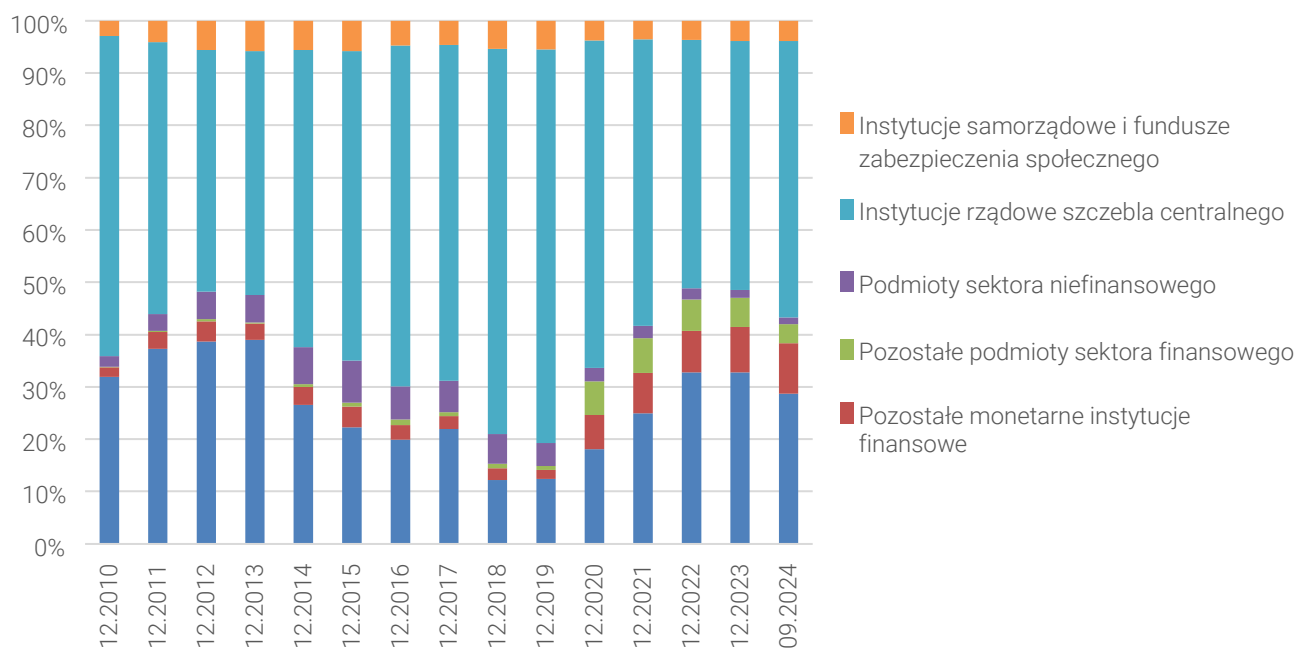


Wartość aktywnego portfela kredytowego na koniec III kwartału 2024 roku wynosiła 1.132,7 mld zł. Pomimo tego, że jest to najwyższa nominalna wartość w historii, należy zauważyć, że wartość ta jest nieznacznie wyższa (16 mld zł) od stanu na koniec 2022 roku. Tym samym, w czasie trwania wysokiej i podwyższonej inflacji, realna war-

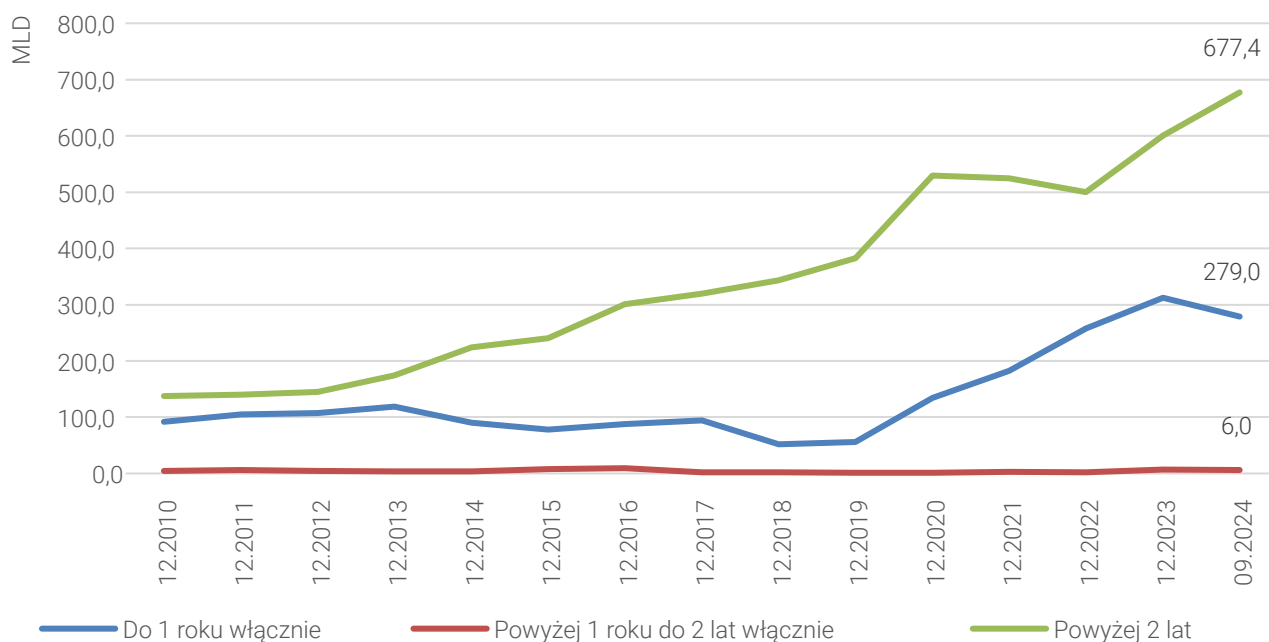
tość kredytów dla sektora niefinansowego uległa deprecjacji.

Na przestrzeni roku, w aktywach banków komercyjnych najwyższy wzrost odnotowały inwestycje w instrumenty dłużne (wzrost r/r o 87,41 mld zł). W tym samym okresie portfel kredytów dla sektora

Rys. 47 Struktura emitentów dłużnych papierów wartościowych



Rys. 48 Wartość dłużnych papierów wartościowych w podziale na zapadalność





niefinansowego zwiększył się jedynie o 25,27 mld zł. Jednakże należy zaznaczyć, że portfel kredytów dla przedsiębiorstw uległ zmniejszeniu o 3,05 mld zł. Nastąpił wzrost kredytów dla MŚP o 31,41 mld zł i spadek wartości kredytów dla dużych przedsiębiorstw o 35,46 mld zł. W przypadku kredytów dla gospodarstw domowych portfel kredytów dla osób prywatnych wzrósł o 37,59 mld zł, zaś spadła wartość portfela dla mikroprzedsiębiorców. Na przestrzeni roku nieznacznie powiększył się portfel kredytów dla rolników. Wzrosty skupione były głównie wokół kredytów konsumpcyjnych (+14,39 mld zł) oraz kredytów na zakup nieruchomości (+21,95 mld zł), co związane było z programem Bezpieczny Kredyt 2%.

W rezultacie realna wartość portfela kredytów dla sektora niefinansowego w polskim sektorze bankowym plasuje nasz sektor na przedostatnim miejscu spośród innych europejskich sektorów bankowych. Niższy poziom kredytów dla sektora niefinansowego do PKB odnotowywany jest wyłącznie w litewskim sektorze bankowym.

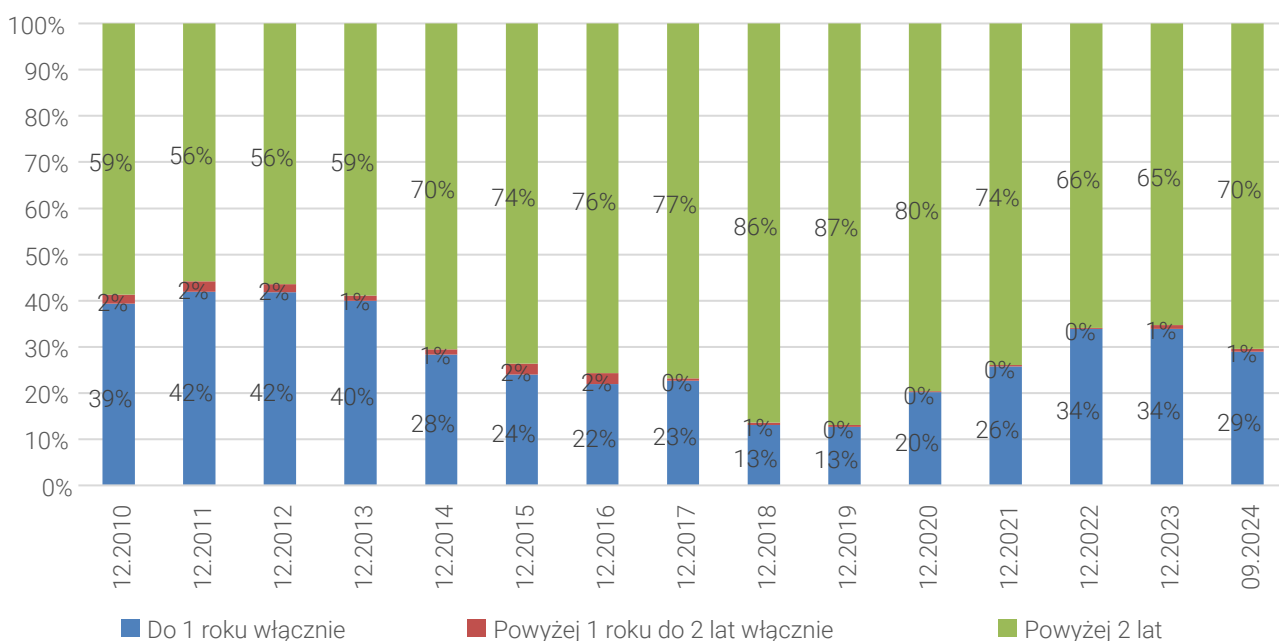
Polski sektor bankowy charakteryzuje się również wysoką nadpłynnością. Relacja kredytów dla sektora niefinansowego do depozytów sektora niefinansowego na koniec III kwartału 2024 r. osiągnęła poziom 60,4%, co plasuje polski sektor bankowy na trzecim od końca miejscu wśród europejskich sektorów bankowych.

Z kolei wspomniana wcześniej destrukcyjna formuła podatku bankowego, penalizująca działalność kredytową banków oraz nasilające się ryzyko prawne związane z działalnością kredytową sprawiają, że polskie banki w dużym stopniu angażują się w finansowanie instrumentów dłużnych. Ich udział w aktywach polskich banków osiągnął na koniec września 2024 r. poziom 33,0%, co plasuje polski sektor bankowy na pierwszym miejscu wśród europejskich sektorów bankowych.

Co istotne, z uwagi na konstrukcję podatku bankowego traktującego w sposób preferencyjny środki banków zainwestowane w obligacje Skarbu Państwa, w polskim sektorze bankowym blisko 20% środków stanowią obligacje Skarbu Państwa i obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa. Sytuacja taka sprawia, że polskie banki stają się bardzo wrażliwe na zmiany rentowności obligacji, czego skutki widoczne były w 2022 r. w postaci nagłych przeszacowań wartości kapitału własne. Ewentualny wzrost rentowności obligacji, np. na skutek czynników zewnętrznych, wzrostu ryzyka geopolitycznego, może doprowadzić do nagłego zahamowania zdolności banków do finansowania gospodarki poprzez nagły spadek wartości kapitałów własnych.

Podaż kredytów dla sektora niefinansowego w III kw. 2024 r. osiągnęła poziom 98,46 mld zł i była niższa kw/kw o 0,96% oraz wyższa r/r o 3,25%. Bieżąca podaż kredytów dla sektora niefinansowego nie jest już

Rys. 49 Struktura zapadalności dłużnych papierów wartościowych



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane NBP

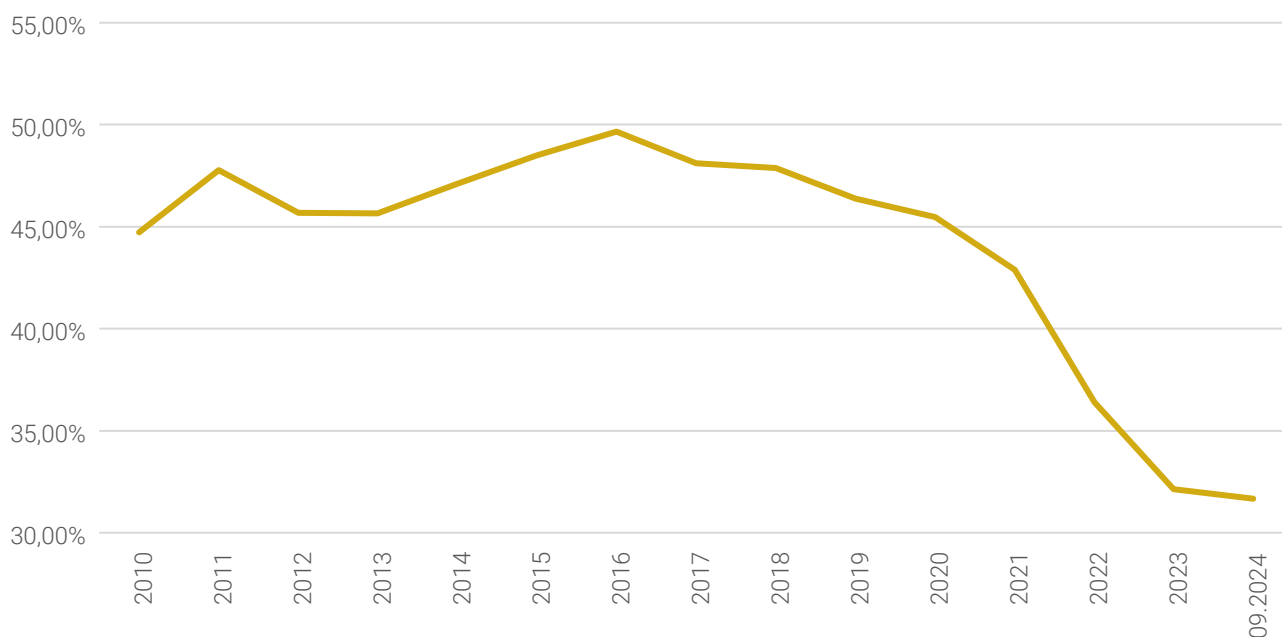


wspierana Programem BK2%, który doprowadził do silnego wzrostu podaży złotych kredytów mieszkaniowych w 4 kw. 2023 r. oraz w I kw. 2024 r.

Po dziewięciu miesiącach 2024 r. podaż kredytów dla sektora niefinansowego osiągnęła poziom 304,3 mld zł, co pozornie wydaje się wysokim poziomem.

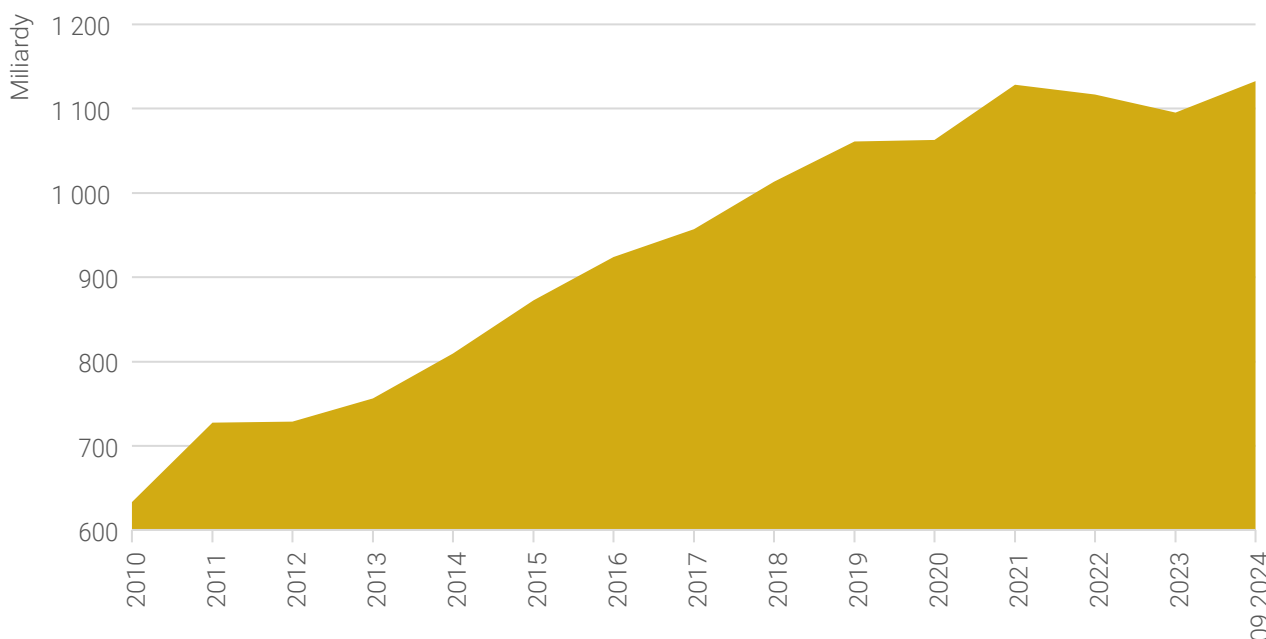
W podaży tej znajduje się jednak ponad 13 mld zł kredytów mieszkaniowych udzielonych w ramach Programu BK2%. Pomimo tego sztucznego, nierynkowego czynnika zaburzającego analizę podaży kredytów dla sektora niefinansowego, w relacji do PKB podaż kredytów dla sektora niefinansowego pozostaje na niskim poziomie.

Rys. 50 Kredyty dla sektora niefinansowego w relacji do PKB



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 51 Kredyty dla sektora niefinansowego



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

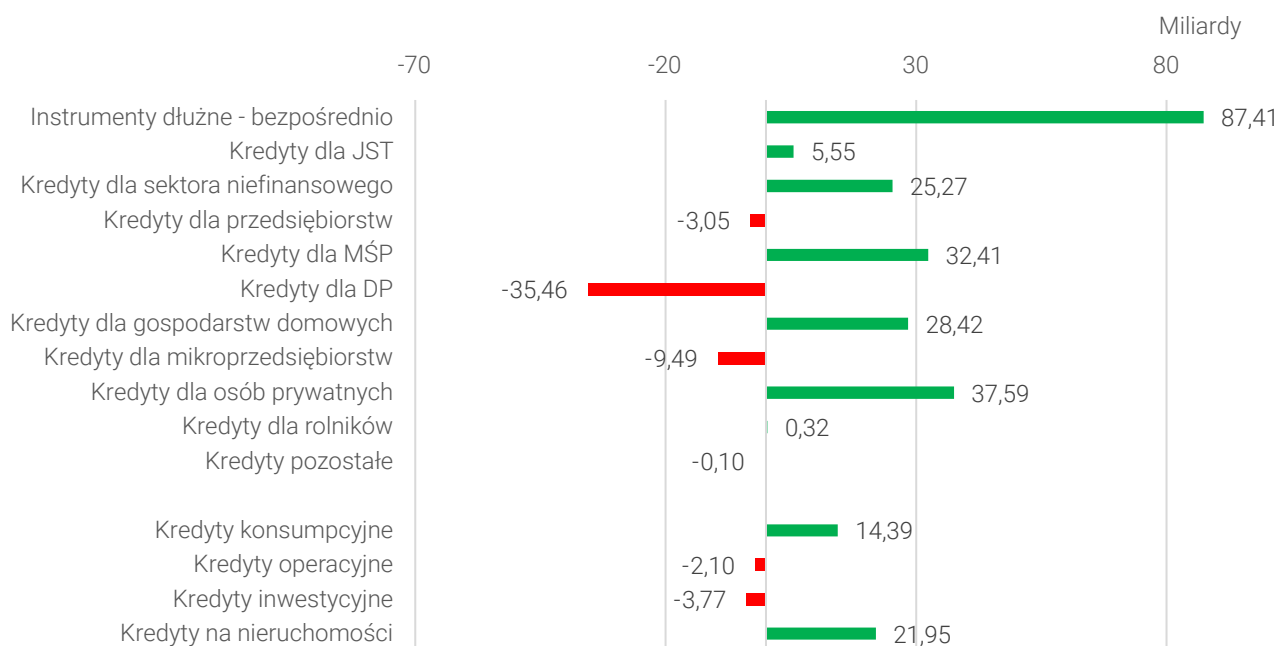


Szczególnie negatywne zmiany obserwowane są w portfelu kredytów dla przedsiębiorstw. W relacji do PKB ich poziom spadł do 11,1% co jest najniższą wartością na przestrzeni 14 lat. Portfel kredytów dla przedsiębiorstw na koniec września 2024 roku osiągnął wartość niecałych 398 mld zł, co jest wartością niższą o 84,8 mln od stanu na koniec 2022 roku.

Oznacza to, że portfel kredytów dla przedsiębiorstw uległ zmniejszeniu nie tylko w ujęciu realnym, ale również w ujęciu nominalnym.

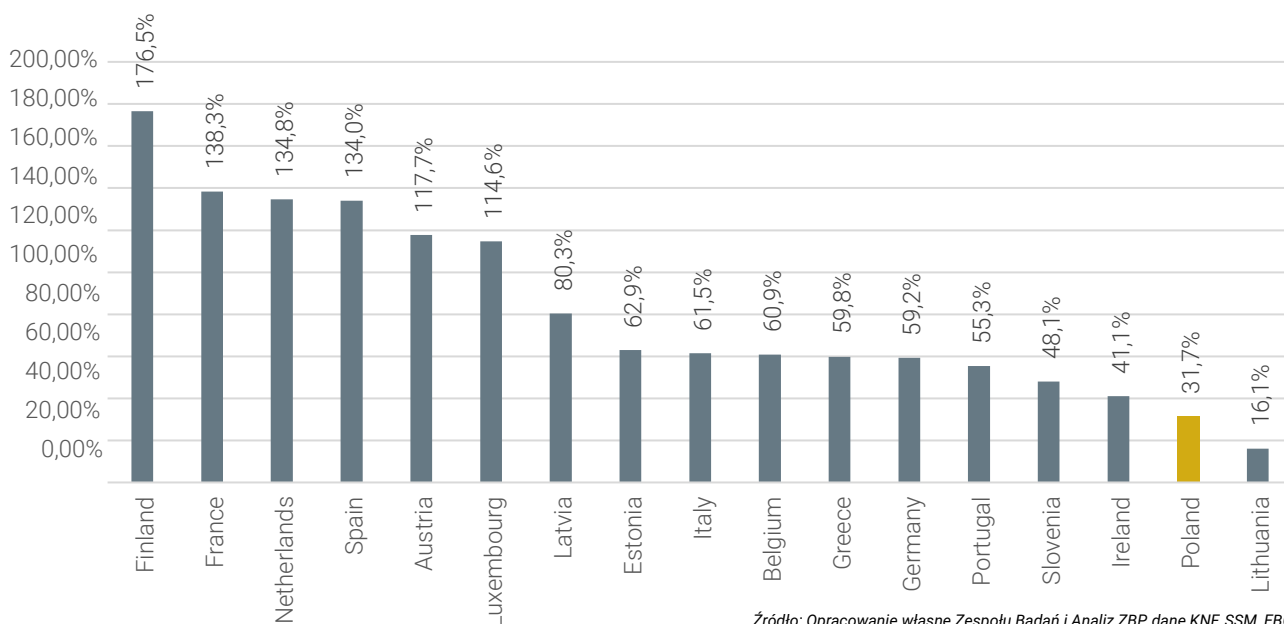
Podaż kredytów dla przedsiębiorstw w 2024 roku wyniosła 145 mld zł i pozostaje na niskim poziomie. Niemal w każdym miesiącu była niższa niż w 2022

Rys. 52 Zmiany w portfelu kredytów banków komercyjnych (IX 2024 vs IX 2023)



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 53 Kredyty dla sektora niefinansowego w relacji do PKB w III kwartale 2024 r. – polski sektor bankowy i sektory bankowe z krajów strefy euro



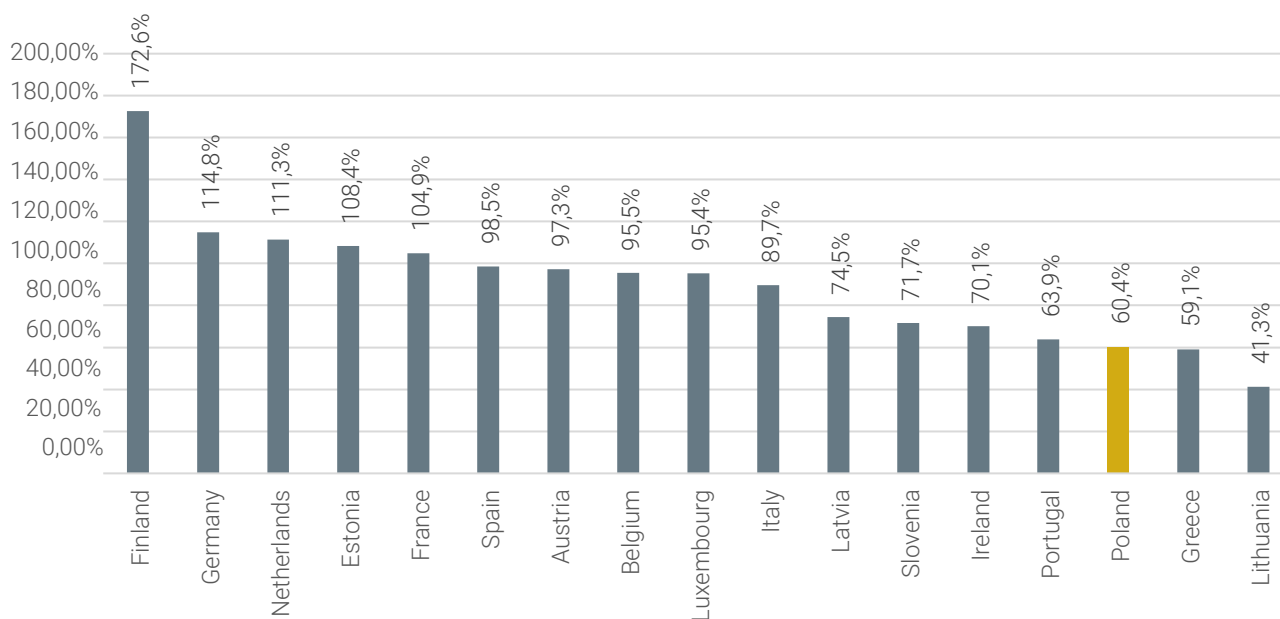
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC



roku. Po dziewięciu miesiącach widoczna jest także niższa wartość podaży niż w 2023 roku. Niepokojąco wygląda także fakt relacji podaży kredytów dla przedsiębiorstw w relacji do PKB, gdzie wartość ta w ciągu dwóch lat spadła o blisko 1,4 pp. z poziomu 7,61% do 6,22% PKB.

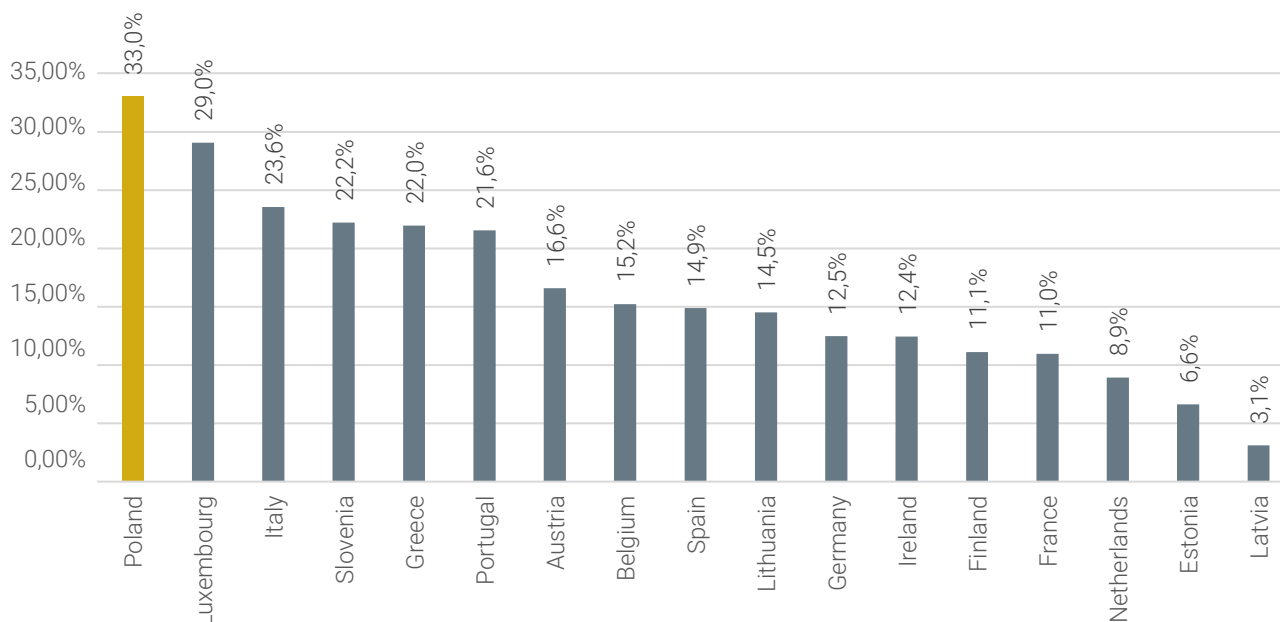
Portfel kredytów dla przedsiębiorstw w relacji do PKB w Polsce pozostaje na jednym z najniższych poziomów w stosunku do sektorów bankowych z innych państw strefy euro. Mniejszą realną wartość portfela kredytów dla przedsiębiorstw notuje się jedynie w litewskim sektorze bankowym.

Rys. 54 Kredyty dla sektora niefinansowego w relacji do depozytów sektora niefinansowego w III kw. 2024 r. – polski sektor bankowy i sektory bankowe z krajów strefy euro



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC

Rys. 55 Udział instrumentów dłużnych w aktywach banków



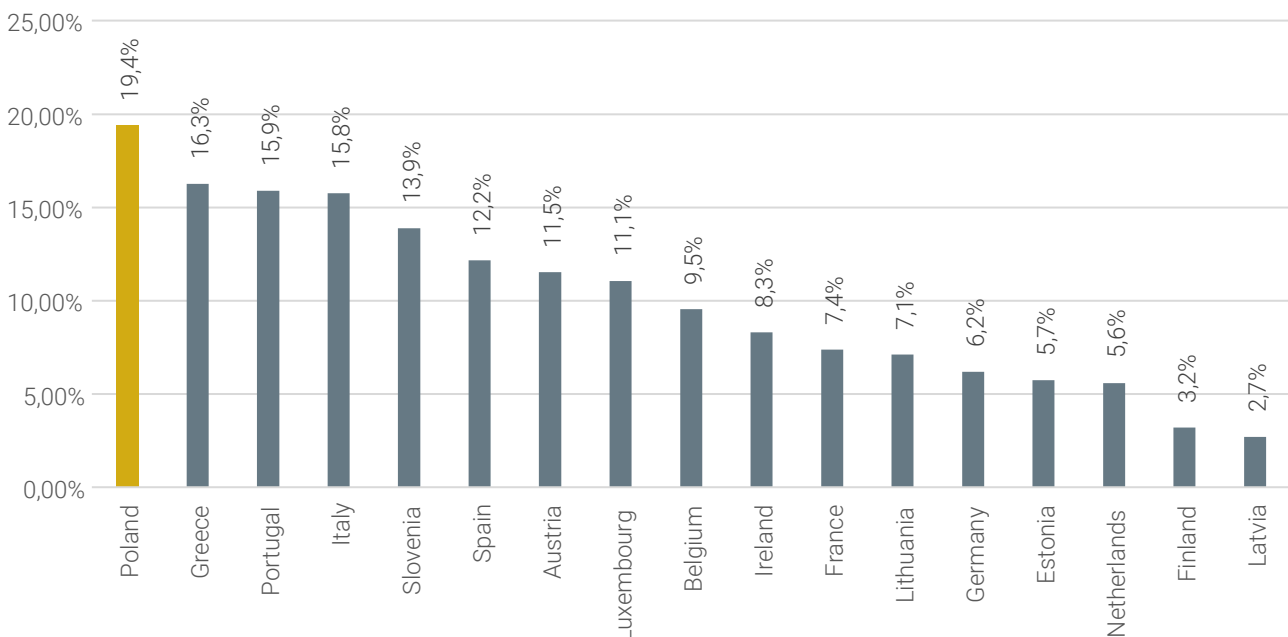
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC



Konieczność transformacji polskiej gospodarki i znaczącego wzrostu poziomu inwestycji skłania do uważnego przyjrzenia się temu, czym owe inwestycje sfinansować. Dzisiejsze kapitały własne sektora bankowego pozwalają na zwiększenie rozmiarów portfeli kredytowych o około 250-300 mld zł. Z perspektywy potrzeb polskiej gospodarki to mało. Sama transforma-

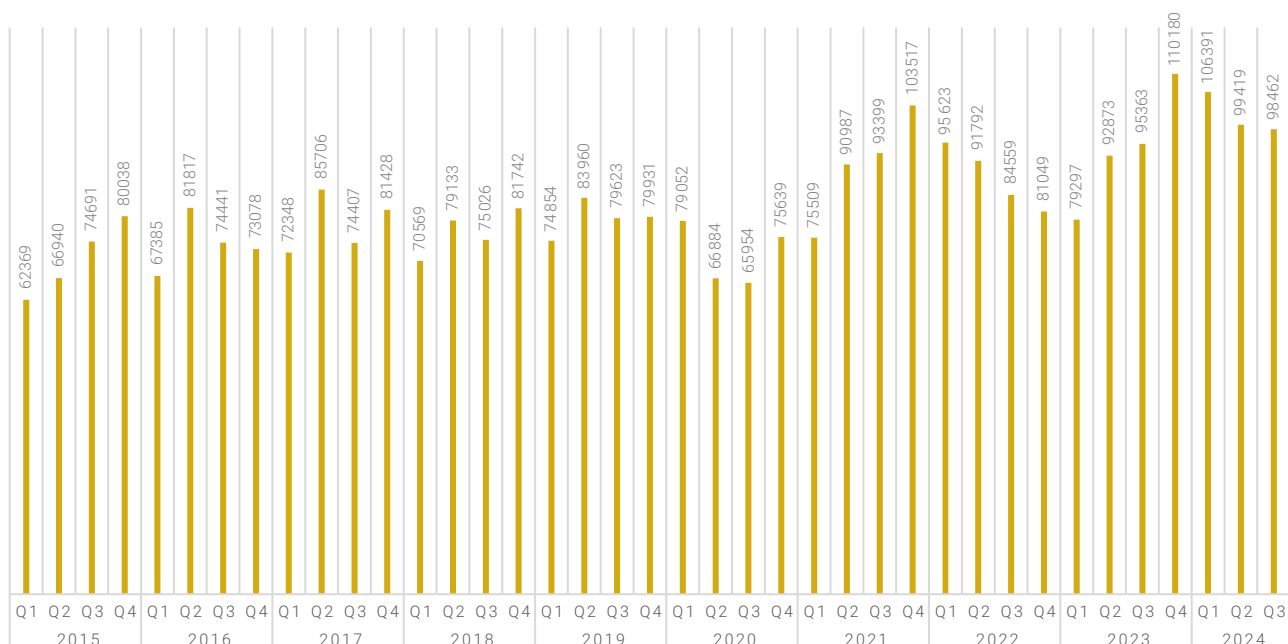
cja energetyczna w perspektywie 2029 r. szacowana jest na 400 mld zł, zaś w perspektywie 2040 r. poziom wymaganych inwestycji przekracza 1 600 mld zł. Gdy dodatkowo uwzględnione zostaną limity koncentracji, okaże się, że znaczącym problemem będzie sfinansowanie dużych projektów infrastrukturalnych (a przecież projekty z zakresu transformacji energetycznej

Rys. 56 Udział obligacji Skarbu Państwa i gwarantowanych przez Skarb Państwa w aktywach banków



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC

Rys. 57 Podaż kredytów dla sektora niefinansowego w kwartałach



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane NBP



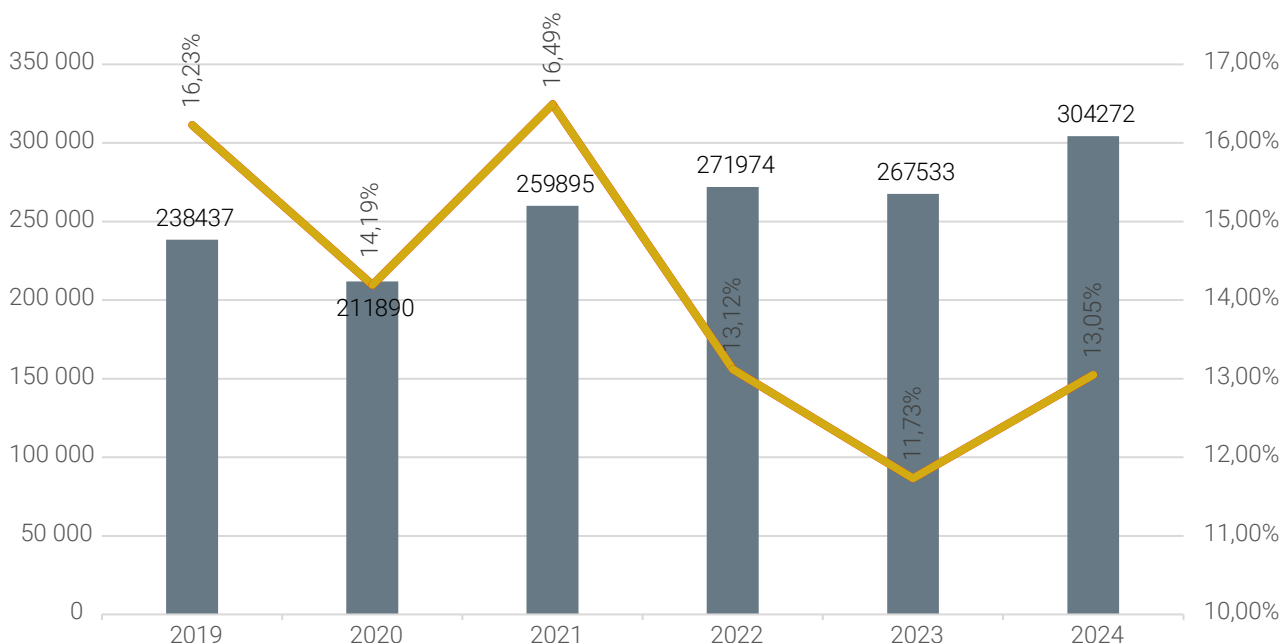
w większości będą właśnie dużymi inwestycjami). Sektor bankowy, nazywany często krwioobiegami polskiej gospodarki, stanowi fundamentalną część rynku finansowego w Polsce. Ale nie jedyną. Jest jeszcze giełda. Są też inne formy finansowania działalności (i inwestycji) – leasing, VC, PE, i inne. Warte zbadania jest zatem to, jak w latach 2015 – 2024 wyglądała kwestia finansowania działalności przedsiębiorstw, porównując kredyty dla przedsiębiorstw udzielone przez banki w stosunku do wzrostu kapitalizacji giełdowej przedsiębiorstw „niebankowych” notowanych na GPW. W latach 2015-2024 (III kw.) banki udzieliły łącznie kredyty dla przedsiębiorstw o wartości 1 665 mld zł. W tym samym czasie przyrost kapitalizacji GPW osiągnął poziom 291,3 mld zł. A jeśli dodatkowo wyłączone zostaną z puli tych przedsiębiorstw banki (mowa bowiem o finansowaniu przedsiębiorstw sektora niefinansowego) okazuje się, że przyrost kapitalizacji w analizowanym okresie wyniósł 242,2 mld zł. Oznacza to, że spośród dwóch analizowanych źródeł finansowania (kredyt bankowy i giełda) w latach 2015 – III kw. 2024 banki dostarczyły 87,3% finansowania.

Portfel kredytów mieszkaniowych, według stanu na koniec trzeciego kwartału 2024 r. osiągnął poziom 460,92 mld zł. Oznacza to przyrost w trakcie roku portfela o 17,9 mld zł, jednak z drugiej strony jest on mniejszy o 36,7 mld w porównaniu do stanu na koniec 2021 roku.

W 2024 roku podaż kredytów mieszkaniowych na koniec września osiągnęła najwyższy nominalny wzrost na przestrzeni ostatnich 6 lat. Poziom ten był nieznacznie wyższy niż w 2021 roku. Jednakże trzeba mieć na uwadze fakt, iż na przełomie 2023 i 2024 roku miało miejsce wygaśnięcie programu Bezpieczny Kredyt 2%, który to w sposób znaczący zaburzył dane statystyczne dotyczące kredytów mieszkaniowych. Co istotne, kredyty w ramach Programu BK2% udzielane były jeszcze w kwietniu 2024 r. Ponadto w 2024 roku poziom podaży kredytów mieszkaniowych w relacji do PKB powrócił do poziomu z lat 2019-2020, czyli do okolicy 2,8%.

Analizując miesięczną podaż kredytów mieszkaniowych zauważalny jest silny wzrost podaży kredytów mieszkaniowych w drugiej połowie 2023 roku i wyhamowywanie podaży kredytów w okresie styczeń-maj 2024. Wzrost ten i podwyższone wartości podaży kredytów mieszkaniowych był bezpośrednio związany z rządowym programem Bezpieczny Kredyt 2%. Przed wejściem w życie programu podaż kredytów była na najniższym poziomie od lat, z uwagi na pojawienie się informacji na temat wprowadzanego programu. Wraz z uruchomieniem programu i wydawaniu decyzji kredytowych akcja kredytowa rosła. Pomimo zakończenia przyjmowania wniosków, w styczniu widoczna była najwyższa podaż kredytów mieszkaniowych w pierwszym kwartale 2024 roku. Było to bezpośrednio związane z tym,

Rys. 58 Podaż kredytów dla sektora niefinansowego po 9 miesiącach w poszczególnych latach



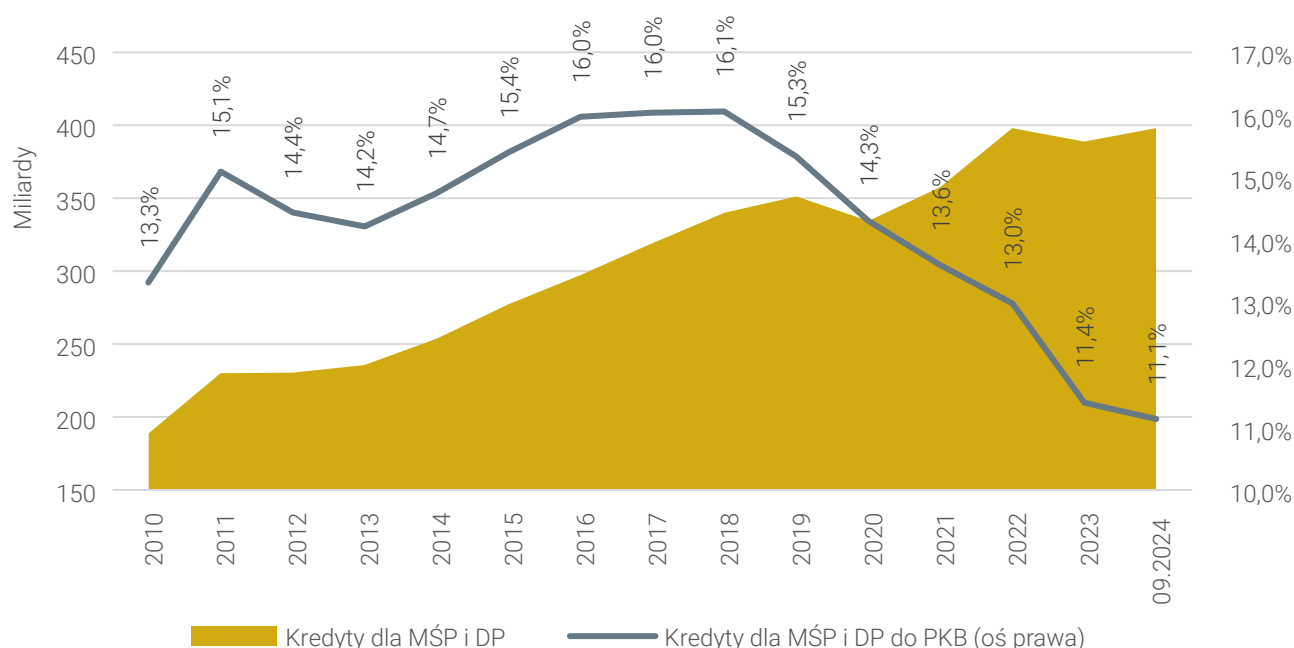
Źródło: opracowanie własne ZBiA ZBP, dane NBP



że banki rozpatrywały wnioski i uruchamiały finansowanie zakupów nieruchomości. Można zatem stwierdzić, że unormowanie się sytuacji nastąpiło w maju i miesięczna akcja kredytowa unormowała się w okolicach 6 mld zł. Niestety poziom ten jest niższy od podaży kredytów osiągniętej w 2021 r.

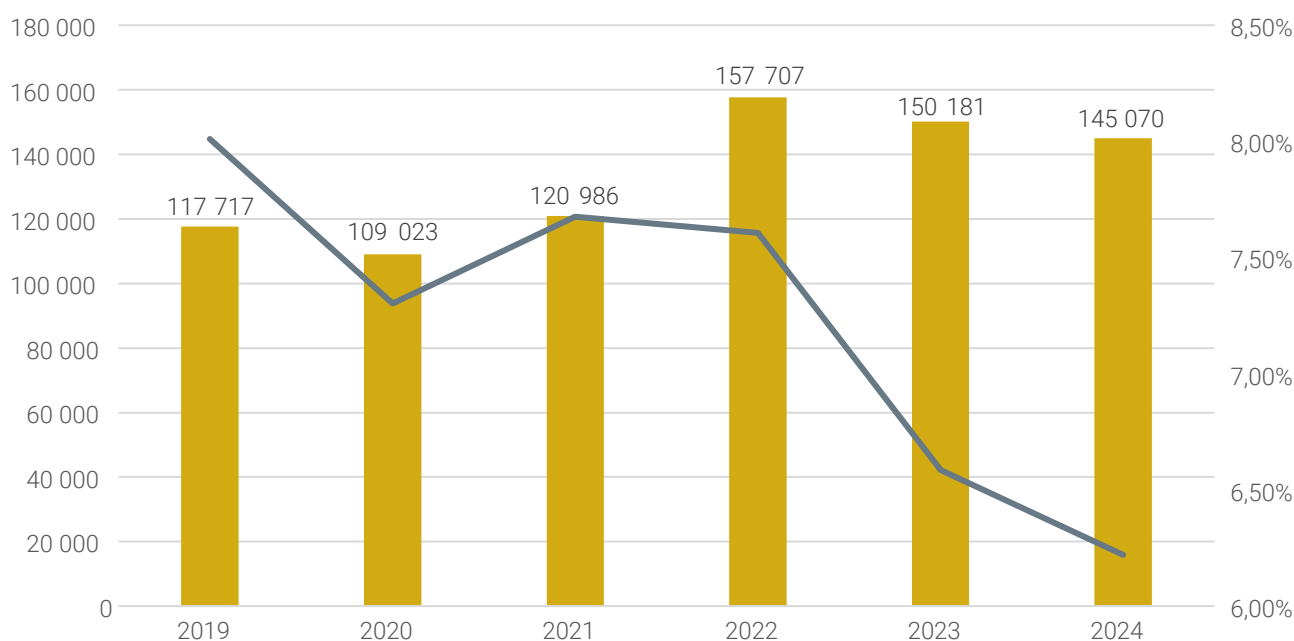
Analiza realnej wartości portfela kredytów dla gospodarstw domowych wskazuje, że polski sektor bankowy ma jeden z najniższych poziomów kredytów dla gospodarstw domowych w relacji do PKB (20,3%). Niższy poziom realnej wartości kredytów dla gospodarstw domowych występuje jedynie w Grecji i na Litwie.

Rys. 59 Kredyty dla przedsiębiorstw w relacji do PKB w latach 2010-2024



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 60 Podaż kredytów dla przedsiębiorstw po 9 miesiącach w poszczególnych latach



Źródło: opracowanie własne ZBiA ZBP, dane NBP

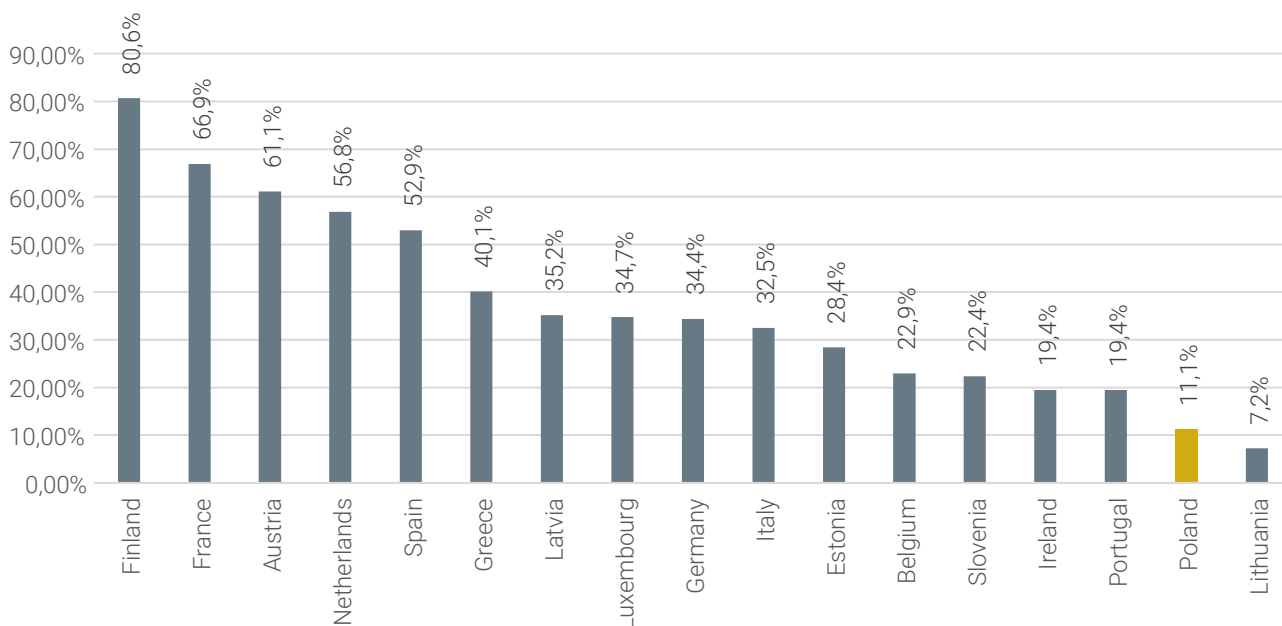


Dzisiejszy rozmiar kapitałów własnych sektora bankowego pozwala mu na zwiększenie akcji kredytowej o blisko 300 mld zł. Warunkiem koniecznym do wzrostu akcji kredytowej są kapitały własne. W polskim sektorze bankowym relacja kredytów dla sektora niefinansowego do kapitałów własnych utrzymuje się na jednym z najniższych poziomów

spośród europejskich sektorów bankowych. Niższy poziom tego mnożnika odnotowywany jest w Grecji i w Irlandii.

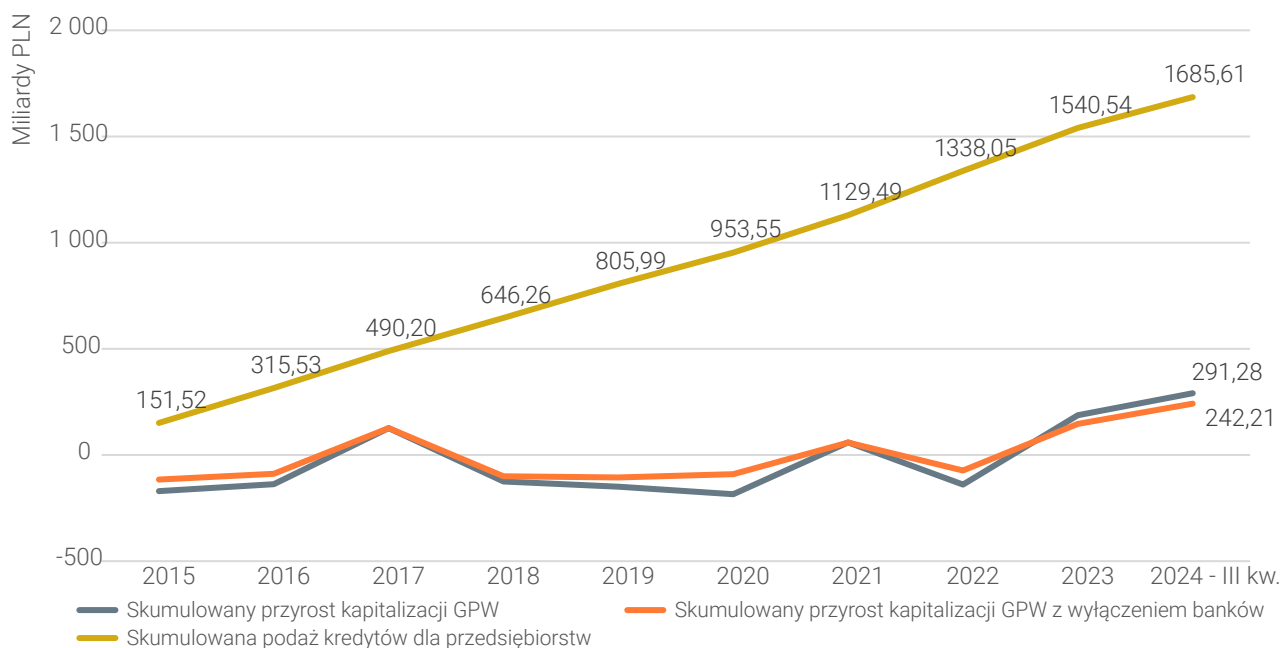
Przedstawione w niniejszym rozdziale dane wskazują na bardzo słabą pozycję polskiego sektora bankowego zarówno pod względem jego realnych

Rys. 61 Kredyty dla przedsiębiorstw w relacji do PKB – polski sektor bankowy i sektory bankowe z krajów strefy euro



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, EBC

Rys. 62 Podaż kredytów dla przedsiębiorstw i przyrost kapitalizacji GPW od początku 2015 r. do końca III kw. 2024 r.



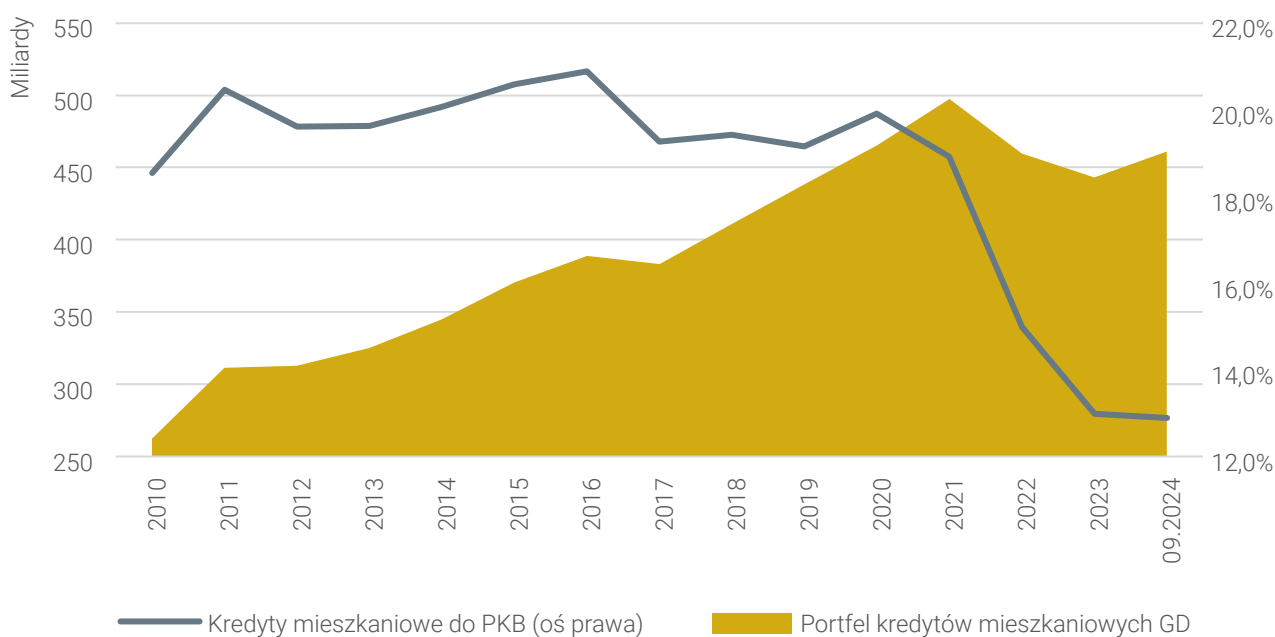
Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, GPW



rozmiarów, jak i skali finansowania gospodarki. Co istotne, z perspektywy przewidywanego ożywienia gospodarczego i konieczności realizacji transformacji polskiej gospodarki oraz zwiększenia jej innowacyjności, rola sektora bankowego będzie fundamentalna.

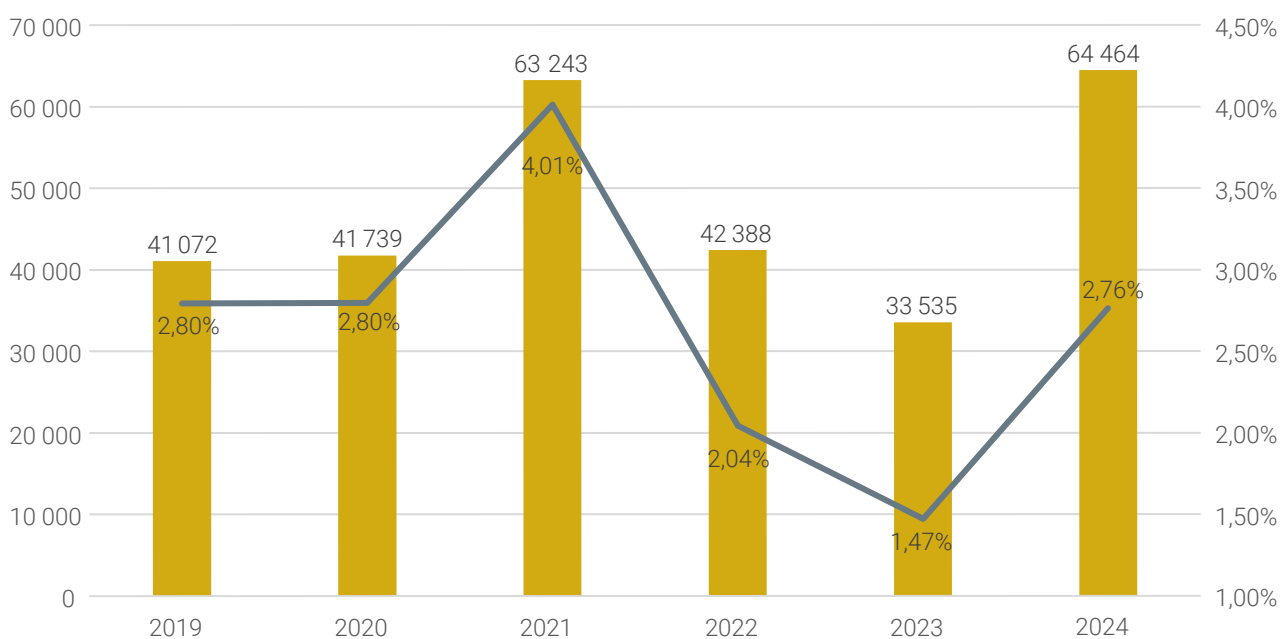
Wysoki poziom obciążeń sektora bankowego, w tym penalizująca działalność kredytową formuła podatku bankowego, wraz z utrzymującym się bardzo wysokim ryzykiem prawnym związanym z działalnością kredytową sprawiają, że perspektywy w zakresie odbudowy realnej wartości portfeli kredytowych w sektorze bankowym pozostają niekorzystne. Od-

Rys. 63 Kredyty mieszkaniowe gospodarstw domowych do PKB



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF

Rys. 64 Podaż kredytów mieszkaniowych po 9 miesiącach w poszczególnych latach



Źródło: opracowanie własne ZBiA ZBP, dane NBP

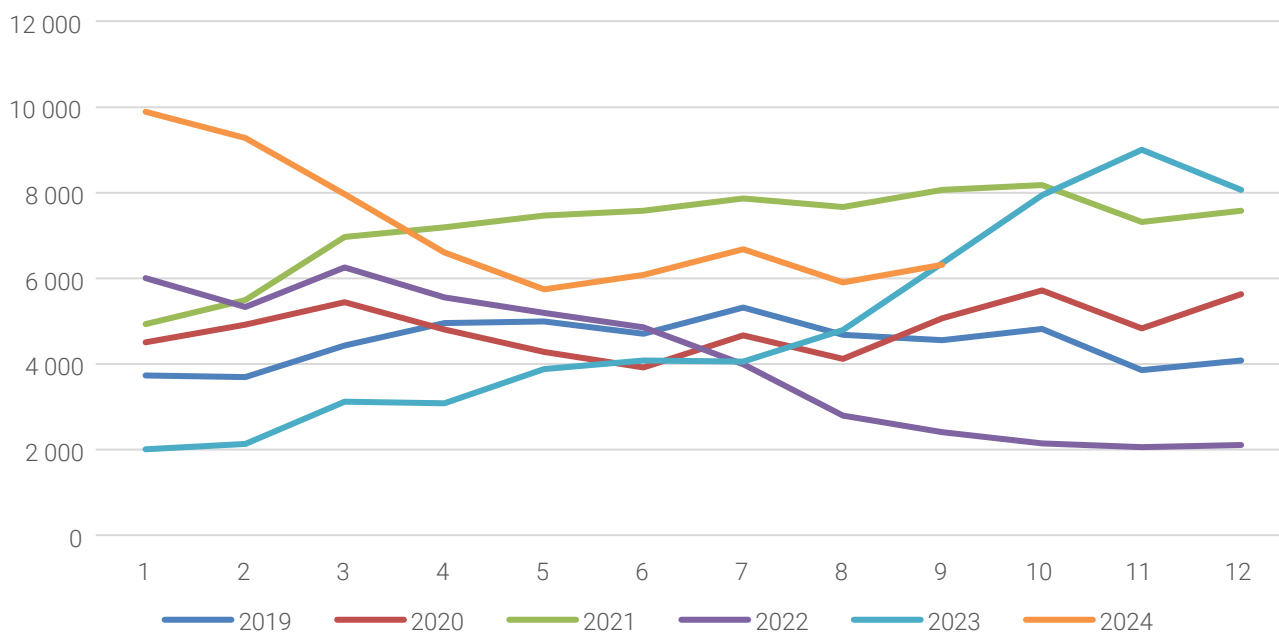


nosząc prognozy dynamiki wzrostu kredytów dla sektora niefinansowego autorstwa NBP (Raport o rozwoju systemu finansowego w Polsce) do PKB w kolejnych latach, widoczny jest brak możliwości choćby ustabilizowania rozmiarów portfeli kredytowych. Oznacza to, że w obecnym reżimie bardzo prawdopodobne jest, że portfel aktywnych kredytów

dla sektora niefinansowego zarówno w 2025, jak i w 2025 r. spadnie do poziomów poniżej 30% PKB.

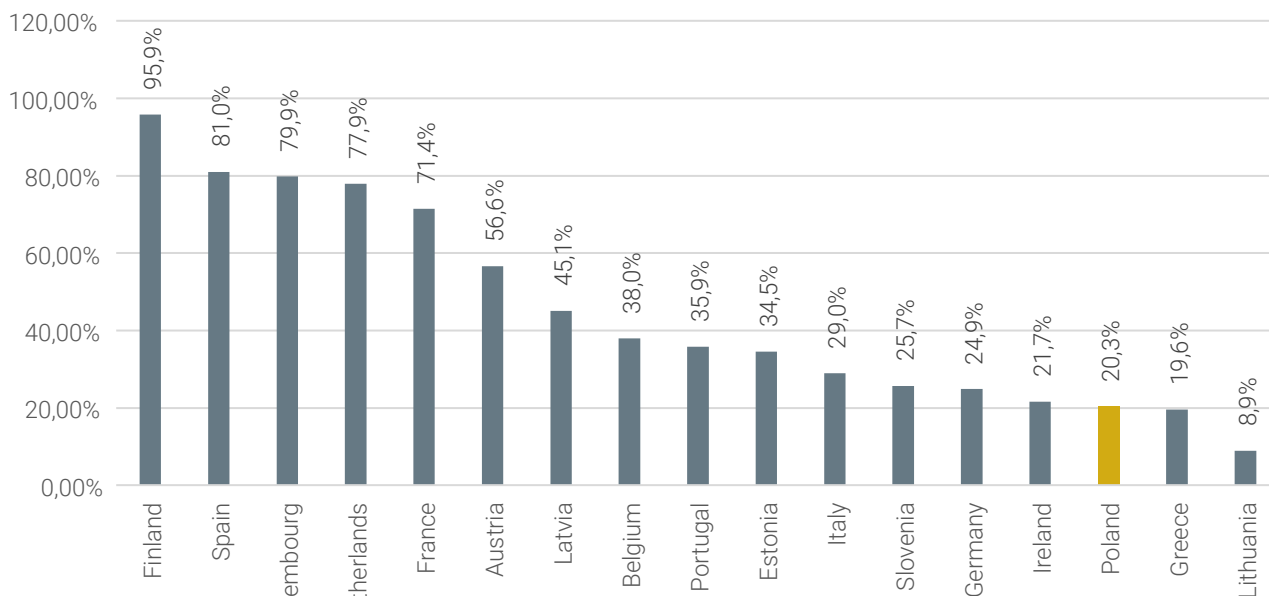
Trudna sytuacja w gospodarce polskiej, jak i europejskiej stwarza problemy i ryzyka na rynku kredytowym dla przedsiębiorstw. Spadek rentowności przedsiębiorstw w 2024 roku i ryzyko utraty płyn-

Rys. 65 Miesięczna podaż złotych kredytów mieszkaniowych [mln zł]



Źródło: opracowanie własne ZBiA ZBP, dane NBP

Rys. 66 Kredyty dla gospodarstw domowych w relacji do PKB w III kw. 2024 r. – polski sektor bankowy i sektory bankowego z krajów strefy euro



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane KNF, SSM, ECB

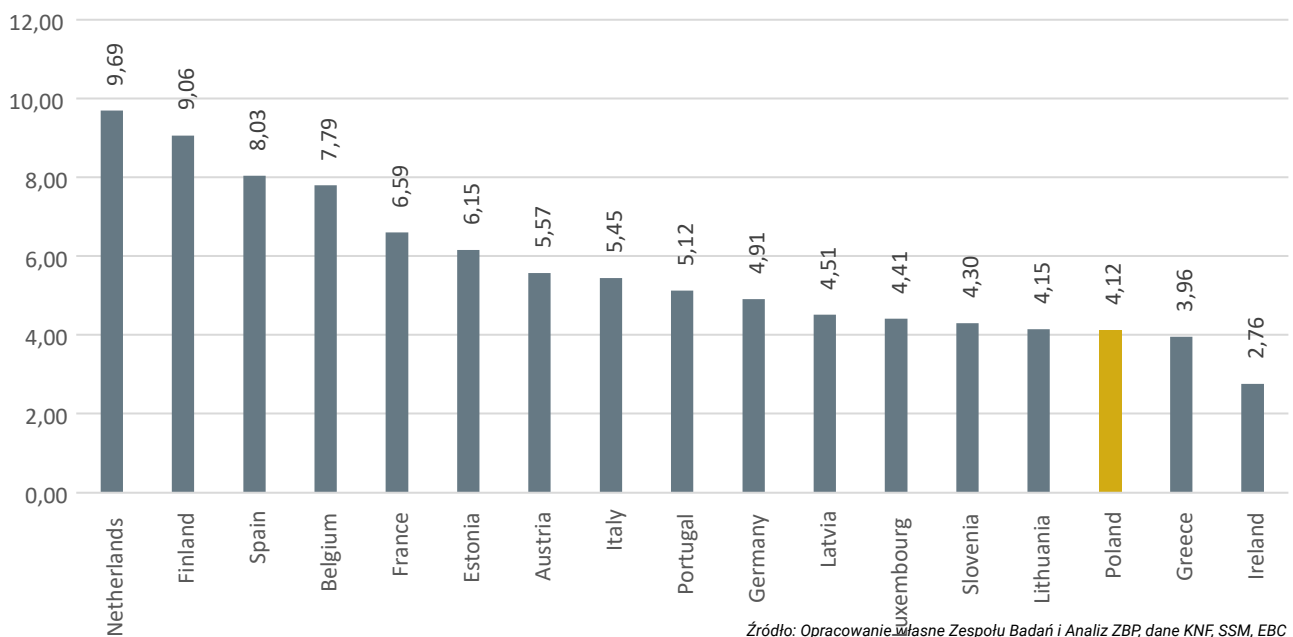


ności powodują mniejsze zainteresowanie inwestycjami, które mogłyby być finansowane przez sektor bankowy. W 2025 i 2026 roku przy braku silnego impulsu ożywającego inwestycje nie będzie możliwe zwiększenie realnej wartości portfeli kredytów dla przedsiębiorstw. Według prognoz w zakresie dynamiki wzrostu portfeli kredytów dla przedsiębiorstw,

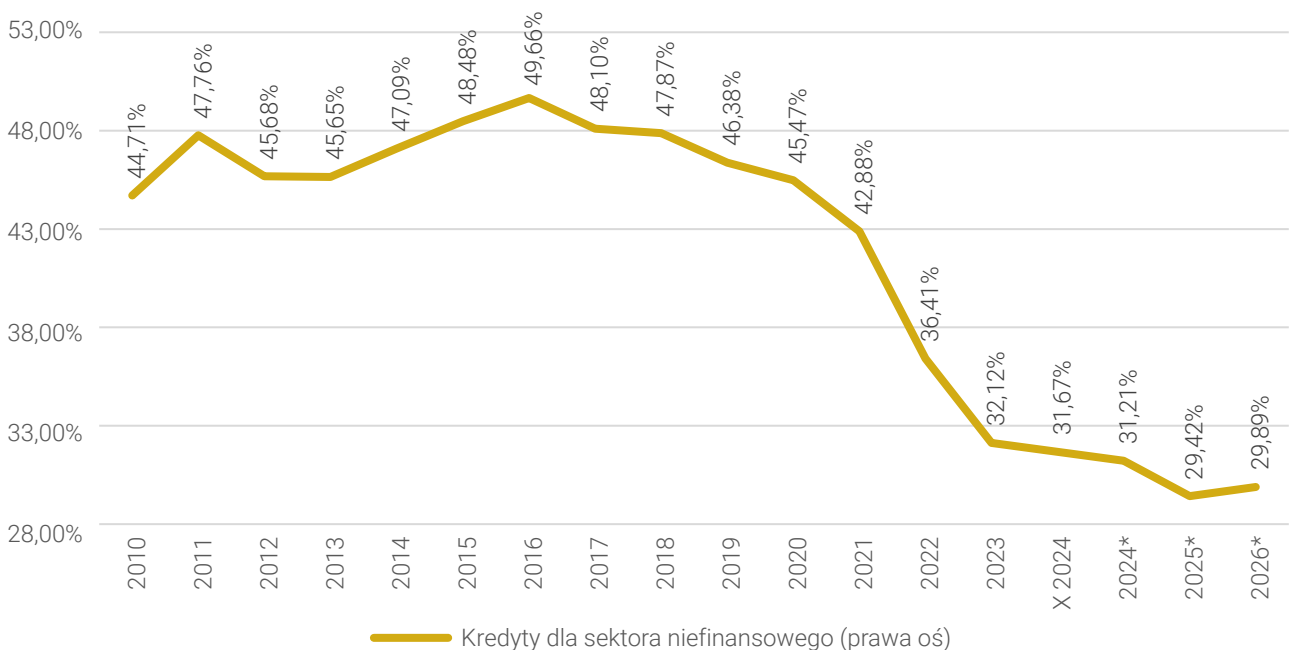
realna wartość portfeli dla przedsiębiorstw obniży się z dzisiejszego poziomu 11,1% (X 2024) do poziomu 10,2% w 2025 i 2026 r.

Prognozy NBP wskazują również na brak przesłanek dla odbudowy portfeli kredytów mieszkaniowych. W przypadku braku nowego programu wspierające-

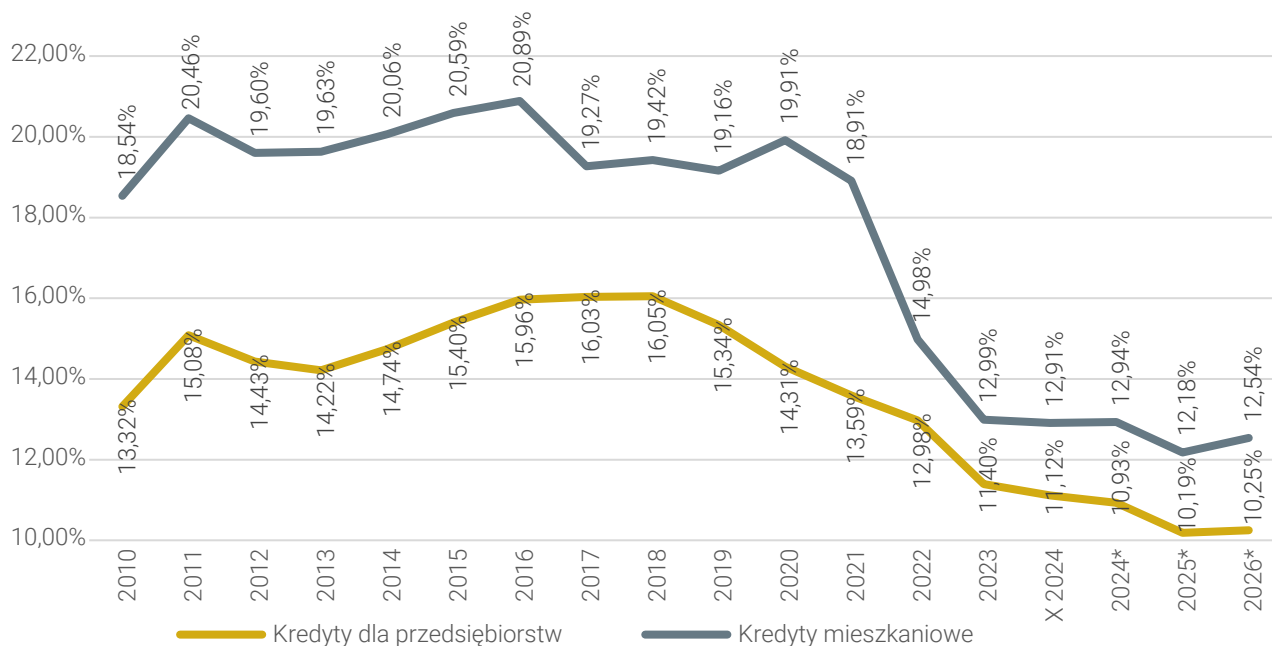
Rys. 67 Kredyty dla sektora niefinansowego w relacji do kapitałów własnych w III kw. 2024 r. – polski sektor bankowy i sektory bankowego z krajów strefy euro



Rys. 68 Aktywny portfel kredytów dla sektora niefinansowego do PKB - projekcja na lata 2024-2026



Źródło: Opracowanie własne Zespołu Badań i Analiz ZBP, dane: Raport o rozwoju systemu finansowego, NBP

**Rys. 69** Kredyty dla przedsiębiorstw i kredyty mieszkaniowe do PKB - projekcja na lata 2024-2026

Źródło: opracowanie własne ZBiA ZBP, dane NBP

go dostępność kredytową mieszkań, w perspektywie kolejnych dwóch lat przewidywany jest dalszy spadek realnej wartości portfeli kredytów mieszkaniowych – z poziomu 12,9% na koniec X 2024 r. do 12,2% na koniec 2025 r.

2.3. Sytuacja na rynku nieruchomości

W III kwartale 2024 roku rynek kredytów hipotecznych, podobnie jak wyniki budownictwa mieszkaniowego pozostawały pod silnym wpływem wysokich stóp procentowych oraz oczekiwania na nowy program mieszkaniowy, po wygaśnięciu BK2%. Utrzymujące się wciąż wysokie ceny mieszkań, które przez większą część roku rosły z dynamiką powyżej wzrostu średnich wynagrodzeń, ograniczały dostępność mieszkaniową dla wielu gospodarstw domowych. Dopiero ostatni kwartał 2024 r. przyniósł lekką korektę cen w niektórych miastach oraz wydłużenie czasu sprzedaży mieszkań na rynku pierwotnym.

BUDOWNICTWO MIESZKANIOWE

W 2024 roku polski rynek budownictwa mieszkaniowego doświadczył znaczących zmian, odzwierciedlających zarówno globalne, jak i krajowe tendencje gospodarcze. Podczas pierwszego kwartału 2024 r. rynek mieszkaniowy był jeszcze rozpędzony dzięki efektom programu BK2%, potem jednak – w oczeki-

waniu na nowy program mieszkaniowy – zainteresowanie Polaków kupnem własnego mieszkania drastycznie spadło. W odpowiedzi na to, deweloperzy zaczęli dostosowywać swoją aktywność do nowych warunków rynkowych, wprowadzając na rynek coraz mniej ofert.

Według danych Głównego Urzędu Statystycznego, w okresie styczeń-listopad 2024 roku oddano do użytkowania 178,8 tys. mieszkań, co stanowi spadek o 10,6% w porównaniu z analogicznym okresem roku poprzedniego. Deweloperzy przekazali do eksploatacji 110,4 tys. mieszkań – o 10,3% mniej niż przed rokiem, natomiast inwestorzy indywidualni oddali nieco ponad 63 tys. mieszkań, tj. o 13,5% mniej r/r. W ramach tych form budownictwa wybudowano łącznie 97% ogółu nowo oddanych mieszkań.

Jakkolwiek 2024 r. przyniósł wyraźne spowolnienie w liczbie oddawanych do użytkowania mieszkań, jednocześnie obserwowano wzrost liczby rozpoczętych inwestycji oraz wydanych pozwoleń na budowę, co może sugerować optymizm inwestorów co do przyszłej koniunktury na rynku nieruchomości. Do listopada 2024 roku rozpoczęto budowę 221,2 tys. mieszkań, co oznacza wzrost o 26,6% w porównaniu z analogicznym okresem roku wcześniejszego. Najwięcej budów zainicjowali deweloperzy, rozpoczynając 144,3 tys. mieszkań (blisko 40% więcej niż przed rokiem) oraz inwestorzy indywidualni z wynikiem 73,3 tys.

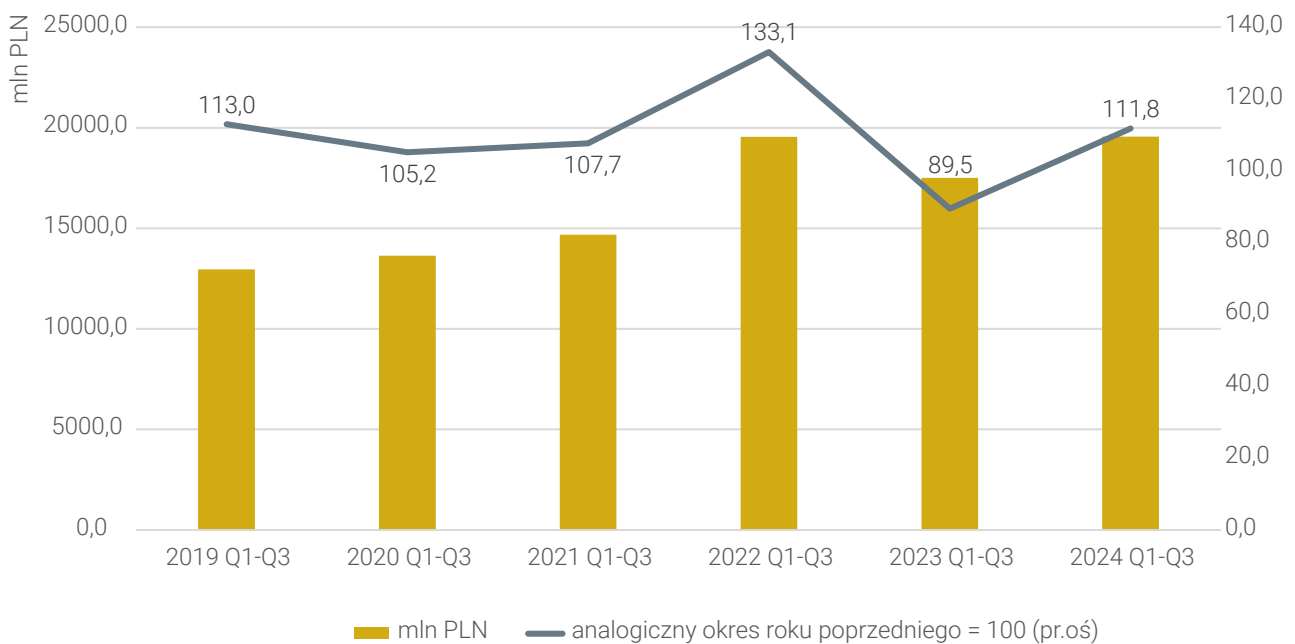


mieszkań (o niespełna 10% więcej). Rekordową liczbę nowych inwestycji odnotowano w październiku 2024 roku – kiedy to wydano pozwolenia na budowę 16,3 tys. lokali.

Z danych Otodom Analytics wynika, że do listopada 2024 roku na siedmiu największych rynkach w Pol-

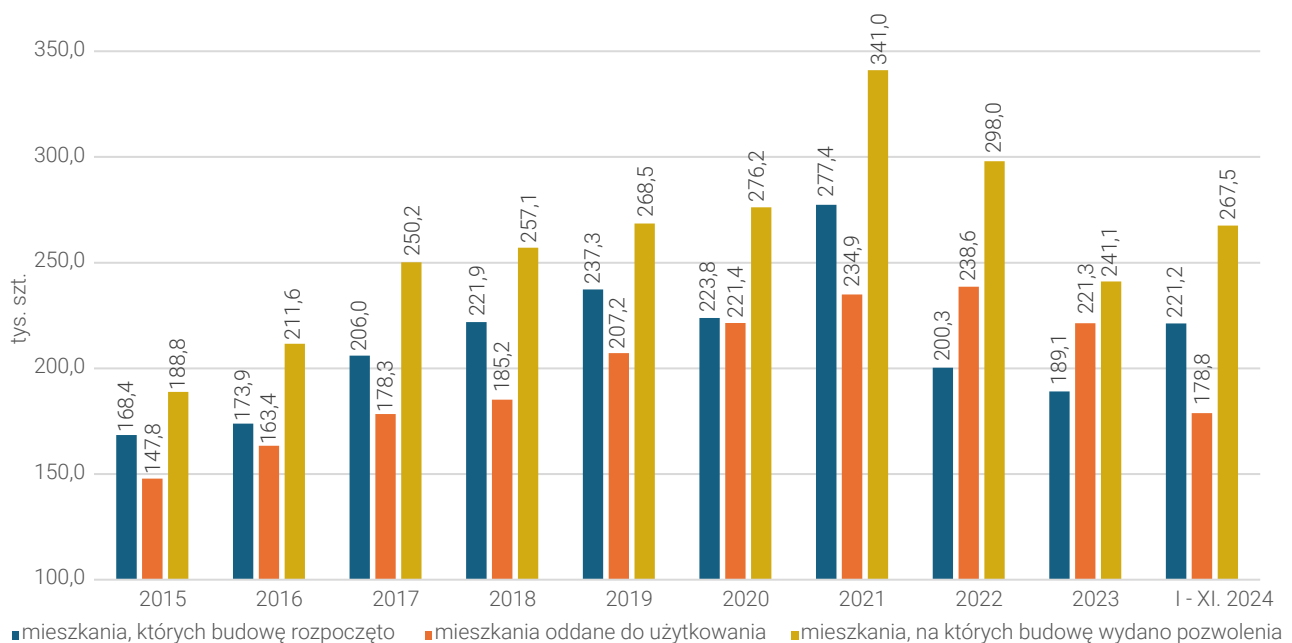
sce sprzedano o 26% mniej mieszkań niż w tym samym okresie 2023 roku. Przewaga podaży nad popytem spowodowała, że na początku grudnia liczba mieszkań w ofercie deweloperów wzrosła do rekordowych 56 tys., podczas gdy pod koniec 2023 roku wynosiła 35 tys. Ponadto, o ile w grudniu 2023 r. czas sprzedaży zasobu mieszkaniowego wynosił

Rys. 1 Sprzedaż produkcji budowlano - montażowej - budynki mieszkalne (trzy pierwsze kwartały poszcz. roczników)



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych GUS

Rys. 2 Wyniki budownictwa mieszkaniowego w Polsce



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych GUS

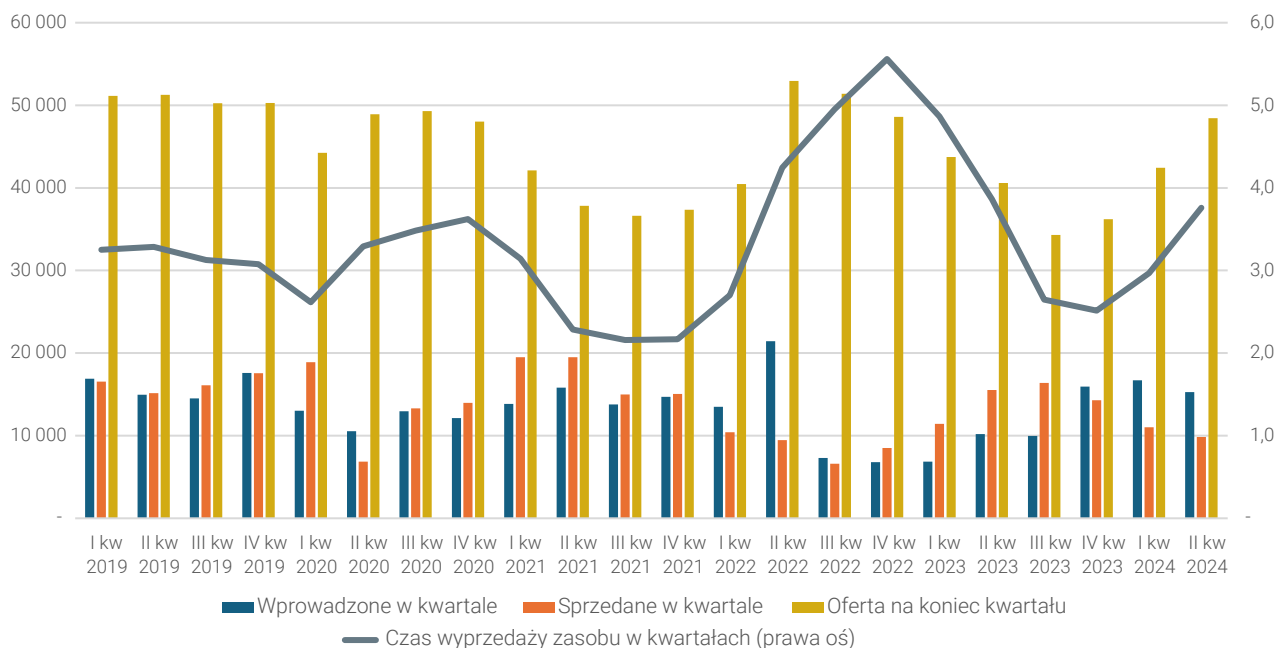


ok. 2,5 kwartału, w II kwartale 2024 r. wzrósł on już do 3,8 kwartału.

Warto jednak podkreślić, że wzrost cen mieszkań, który w większości dużych miast utrzymywał się (z niewielką korektą) przez większą część ubiegłego roku, wskazuje na wciąż utrzymującą się presję po-

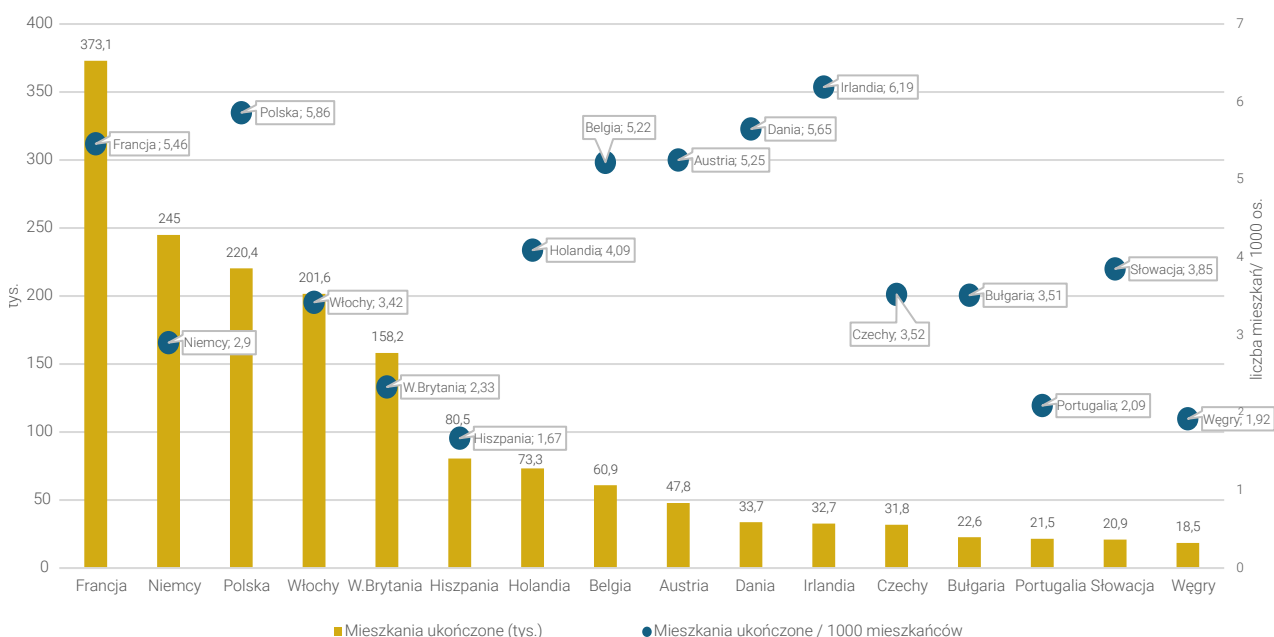
pytową, mimo obserwowanych spadków sprzedaży. Rosnąca liczba dostępnych ofert może w przyszłości wpłynąć na stabilizację lub nawet korektę cen, w zależności od dalszego rozwoju sytuacji gospodarczej i popytu na mieszkania, względnie – uruchomienia kolejnego programu rządowego, wspierającego dostępność mieszkań.

Rys. 3 Sytuacja na rynku deweloperskim



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych NBP

Rys. 4 Mieszkania oddane do użytkowania w wybranych krajach UE (2023 r.)



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych Deloitte

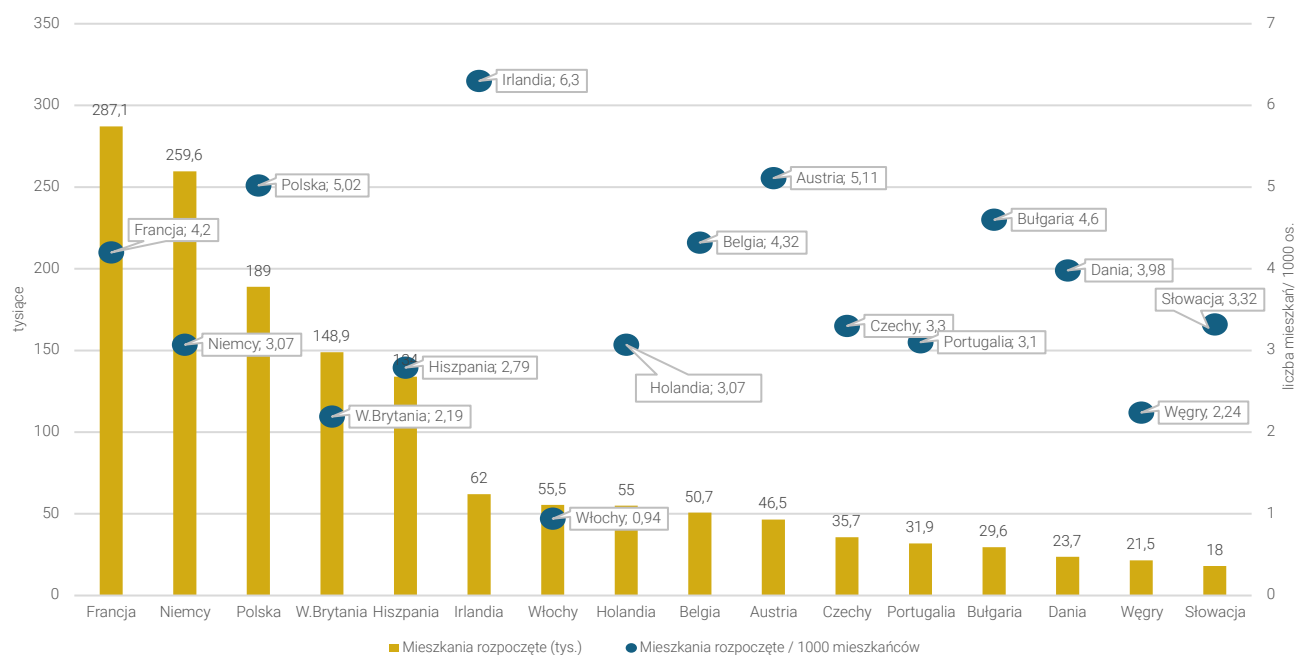


Silne wzrosty aktywności na rynku budownictwa mieszkaniowego notowane w ostatnich latach, są także dobrze widoczne w ujęciu międzynarodowym. W 2023 r. Polska zajęła trzecie miejsce w Europie pod względem liczby mieszkań oddanych do użytkowania (z wynikiem ok. 220,4

tys. mieszkań) oraz drugie miejsce (za Irlandią) w przeliczeniu mieszkań na 1000 mieszkańców.

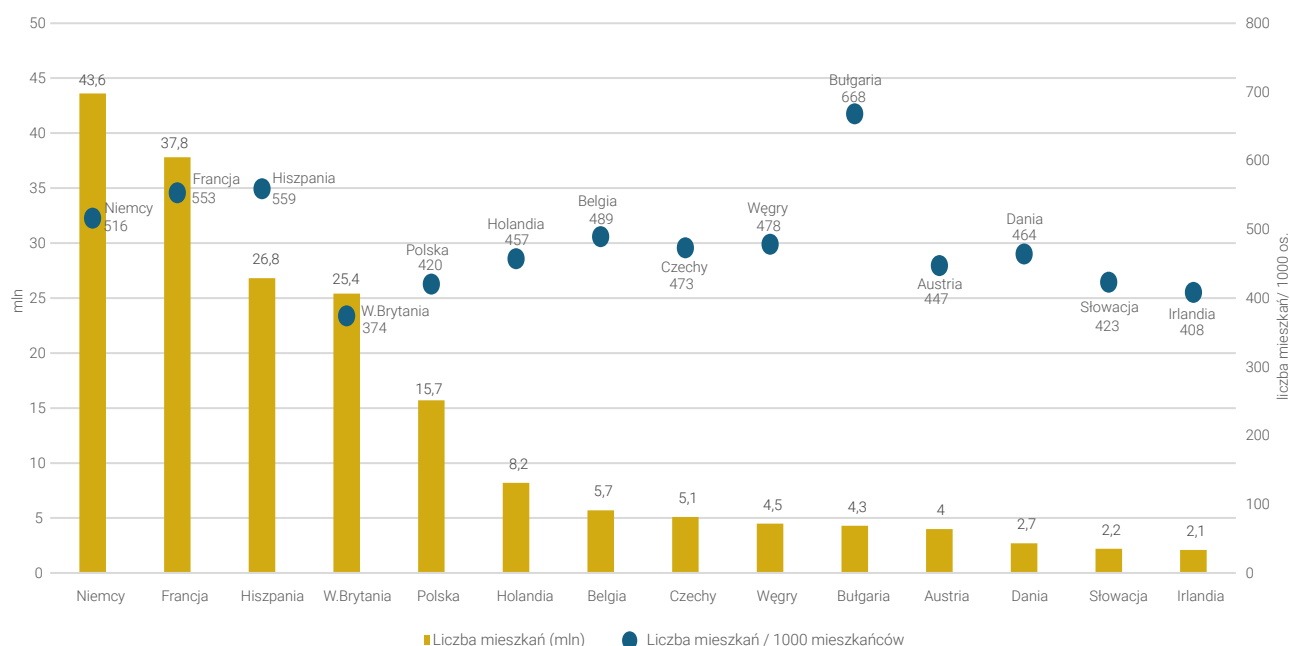
Także pod względem liczby rozpoczętych inwestycji budowlanych Polska osiąga bardzo dobre wyniki w ujęciu międzynarodowym, zajmując trzecie miej-

Rys. 5 Mieszkania, których budowę rozpoczęto w wybranych krajach UE (2023 r.)



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych Deloitte

Rys. 6 Zasób mieszkaniowy w wybranych krajach UE (2023 r.)



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych Deloitte



sce w ujęciu bezwzględnym (z wynikiem 189.000 mieszkań w 2023 r.)

Nie zmienia to jednak faktu, że ze względu na wieloletnie zapóźnienia, a przede wszystkim – brak spójnej, długoterminowej polityki mieszkaniowej w Polsce – w przeliczeniu na 1000 mieszkańców, Polska zajmuje w Europie piąte miejsce od końca pod kątem posiadanego zasobu mieszkaniowego.

Zgodnie z metodologią stosowaną przez Eurostat – 1/3 populacji Polski w 2023 r. żyło w mieszkaniach przeludnionych (czwarty najgorszy wynik w EU). Wskaźnik deprywacji mieszkaniowej, który obrazuje procentowy udział populacji zamieszkałej w mieszkaniach substandardowych z powodu: przeciekającego dachu, zawilgocenia ścian, dachu, fundamentów, butwiejących ram drzwi i okien lub podłóg, braku wanny lub prysznica w mieszkaniu, braku toalety wewnątrz budynku do wyłącznego korzystania gospodarstwa domowego lub zbyt ciemnego mieszkania – wyniósł w Polsce 8,5% w 2023 r.

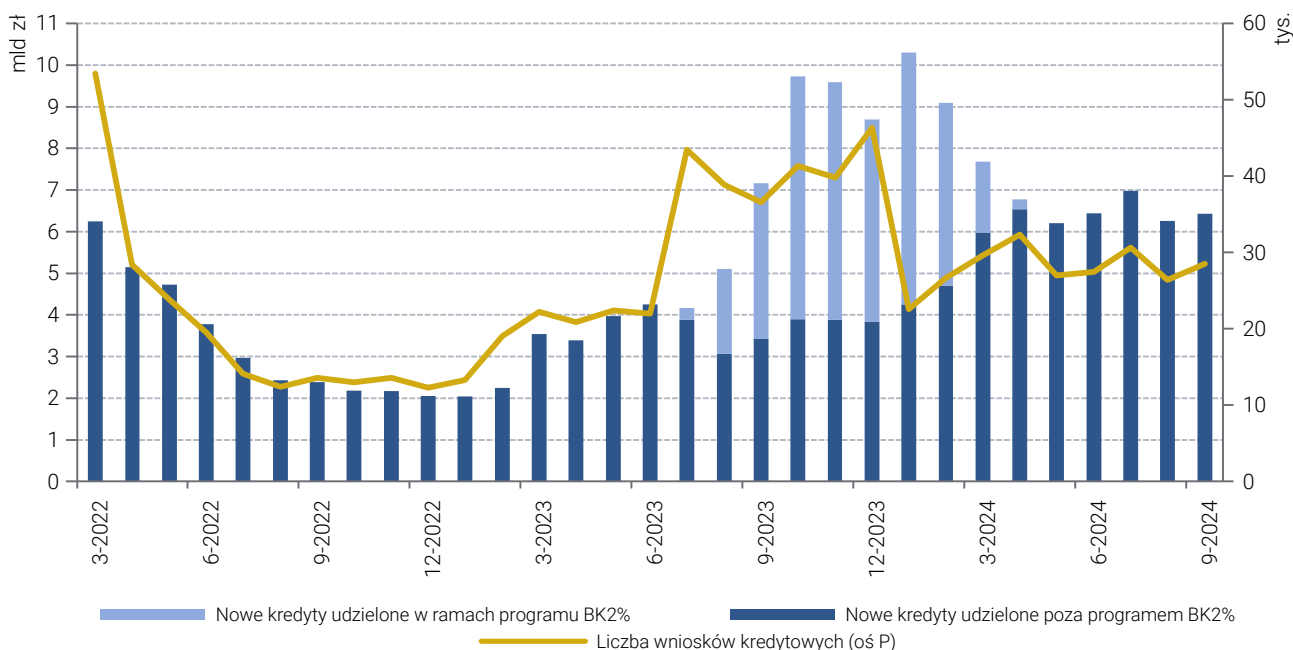
Zważywszy na fakt, że wg danych Habitat for Humanity, nawet 40% gospodarstw domowych w Polsce nie ma zdolności kredytowej na zaciągnięcie kredytu hipotecznego, pozwalającego na zakup własnego mieszkania, kwestia poprawy jakości i dostępności zasobu mieszkaniowego pozostaje niezaspokojona.

RYNEK KREDYTÓW MIESZKANIOWYCH

Jak już wspomniano powyżej, kluczowy wpływ na kształt rynku kredytów hipotecznych w 2024 r. miały kwestie regulacyjne, a konkretnie – wygaszenie programu Bezpieczny Kredyt 2% z końcem I kwartału 2024 roku. Wg danych AMRON w ramach programu udzielono blisko 90 tys. kredytów o wartości ponad 36 mld zł. Dodatkowo, średnia kwota kredytu udzielonego w ramach programu - nieco ponad 403 tys. zł - była wyraźnie wyższa od średniej wartości kredytu udzielanego bez wsparcia w okresach poprzedzających wprowadzenie programu. Wskazuje to na główną wadę programu BK2% patrząc od strony realizacji polityki mieszkaniowej – program wspierał zaciąganie kredytów i nabywanie mieszkań tylko przez te gospodarstwa domowe, które już miały zdolność kredytową. Gospodarstwa, które wpadały w lukę czynszową – to jest zarabiają za mało, żeby kupić bądź wynająć mieszkanie dla siebie po cenie rynkowej, a jednocześnie zarabiają za dużo, by uzyskać mieszkanie dotowane przez państwo – znalazły się poza zakresem wsparcia.

Po wygaszeniu BK2% i wobec braku (wcześniej ogłaszanego) kolejnego programu w postaci Kredytu na Start 0%, po I kw. 2024 r. liczba wniosków kredytowych wyraźnie spadła. W II kwartale 2024 r. banki udzieliły niespełna 45,5 tys. kredytów hipotecznych na kwotę 19,118 mld złotych. W porównaniu do I kw.

Rys. 7 Wartość nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych i liczba wniosków kredytowych (w danym miesiącu)



Źródło: NBP na podstawie danych BIK i ZBP



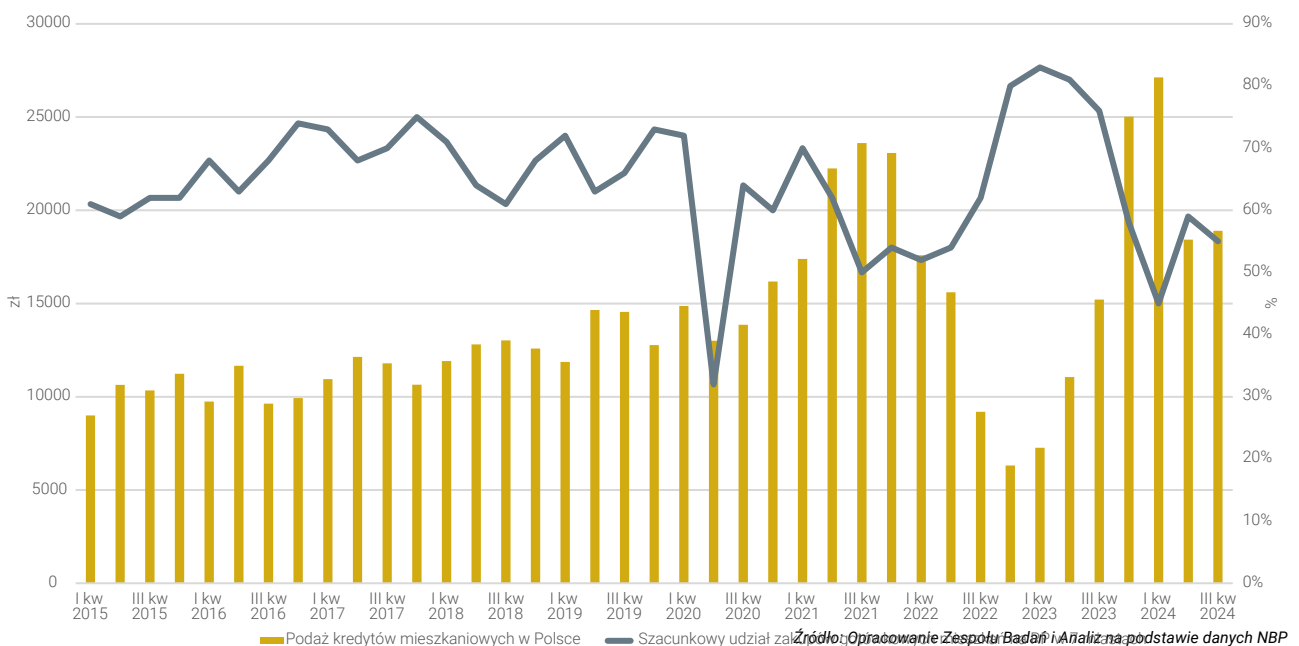
2024 r. stanowiło to spadek w ujęciu ilościowym o niespełna 30%, zaś w ujęciu wartościowym natomiast o niemal 29%.

Pomimo obniżenia popytu gospodarstw domowych na kredyt, rynek obrotu nieruchomości mieszkaniowymi nie zamarł - spadek podaży kredytów przełożył

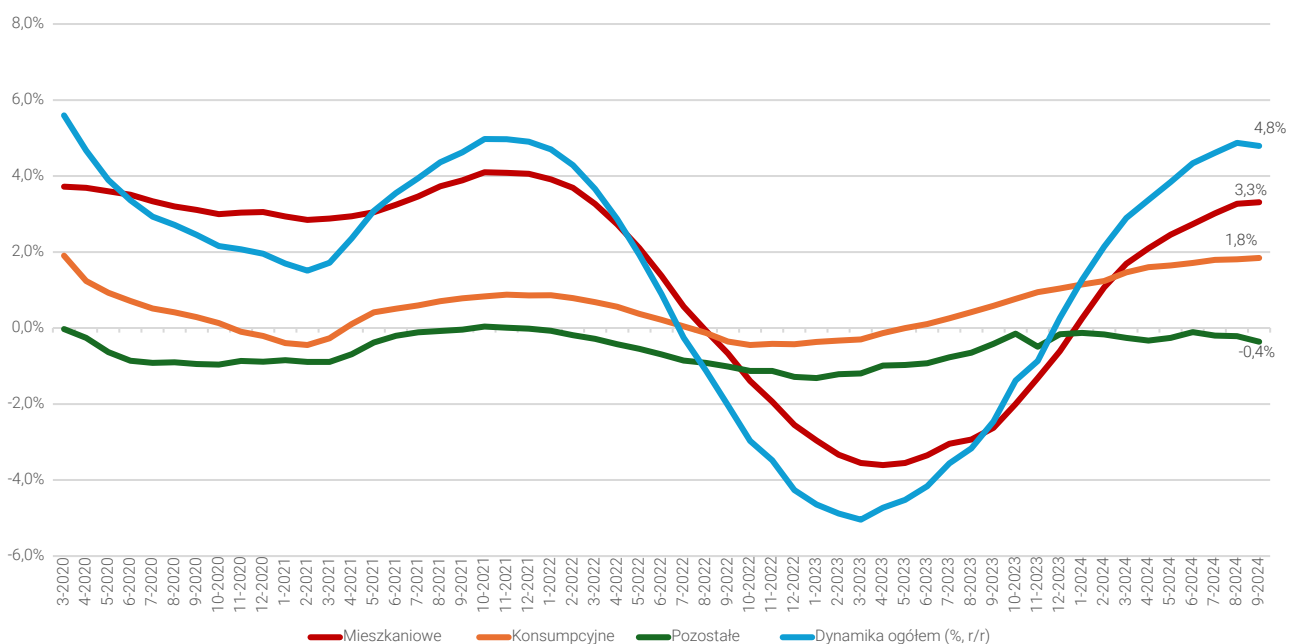
się bowiem na wzrost liczby zakupów gotówkowych – i to sytuacji nadal intensywnych wzrostów cen.

Popyt na kredyty mieszkaniowe zaczął się stopniowo odbudowywać w połowie 2024 r. Wspierająco na popyt w II-III kw. 2024 r. oddziaływała przede wszystkim sytuacja makroekonomiczna: historycznie ni-

Rys. 8 Podaż kredytów mieszkaniowych vs. udział zakupów gotówkowych na rynku pierwotnym w siedmiu największych miastach (Gdańsk, Gdynia, Kraków, Łódź, Poznań, Warszawa i Wrocław)



Rys. 9 Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych oraz wkład jej głównych składowych, r/r



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych NBP



skie bezrobocie oraz szybko rosnące wynagrodzenia realne oraz rekordowa podwyżka wynagrodzenia minimalnego, a także – nieco niższe oprocentowanie kredytów.

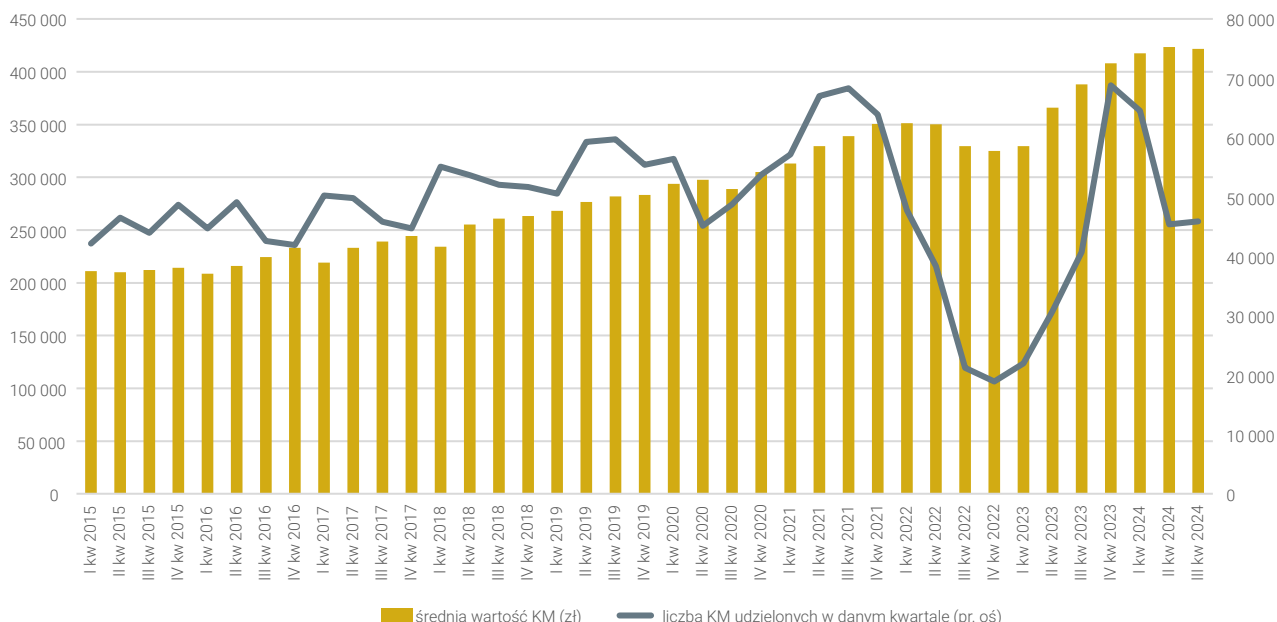
Dodatkowo na stan portfela kredytów hipotecznych w Polsce w 2024 r. działał także wzrost średniej kwoty kredytów, co wynikało ze wzrostu cen nieruchomości i dobrej zdolności kredytowej kredytobiorców. Według raportu AMRON-SARFiN, w III kwartale 2024 roku banki zawarły 45 897 umów kredytowych na kwotę 19,315 mld zł, co stanowiło wzrost o 12,63% w porównaniu z analogicznym okresem 2023 r. Warto zauważyć, że średnia wartość udzielonego kredytu mieszkaniowego wyniosła 421 695 zł, co oznacza wzrost o 8,69% rok do roku.

Ograniczająco na tempo wzrostu portfela oddziaływały nadpłaty i wcześniejsze spłaty kredytów. Skala tego zjawiska w I połowie 2024 r. była zbliżona do tej w analogicznym okresie 2023 r.

Wg prognozy NBP, w kolejnych kwartałach można oczekiwać stabilizacji kwartalnej dynamiki kredytu mieszkaniowego na poziomie zbliżonym do obecnego. W pierwszej części horyzontu prognozy dynamika akcji kredytowej spadnie do 1,73% w II kwartale 2025 r. Akcja kredytowa w tym segmencie rynku będzie podlegała najsilniejszej redukcji spośród wszystkich analizowanych segmentów rynku. W kolejnych kwartałach przewidywana jest stabilizacja dynamiki akcji kredytowej na poziomie około 5,5%. Poziom ten jest zdecydowanie niższy od długookresowej średniej obserwowanej dla lat 2012–2022 (około 10% r/r).

Warto odnotować przy tym, że pomimo boomu kredytowego, który utrzymywał się praktycznie od czasów pandemii (z przerwą na trudny rok 2022 r. i skokowy wzrost oprocentowania kredytów w warunkach wysokiej inflacji), polski rynek kredytów mieszkaniowych jest relatywnie niewielki. Wg stanu na 2023 r. portfel kredytów mieszkaniowych sięgał

Rys. 10 Średnia wartość (zł) i liczba kredytów mieszkaniowych udzielonych w danym kwartale (szt.)



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych AMRON

Tab. 1 Prognoza dynamiki kredytów mieszkaniowych złotych – dane kwartalne, prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Prognoza – kredyty mieszkaniowe	8,39%	6,05%	3,01%	1,73%	1,81%	2,79%	4,08%	5,15%	5,71%	5,75%

Źródło: NBP



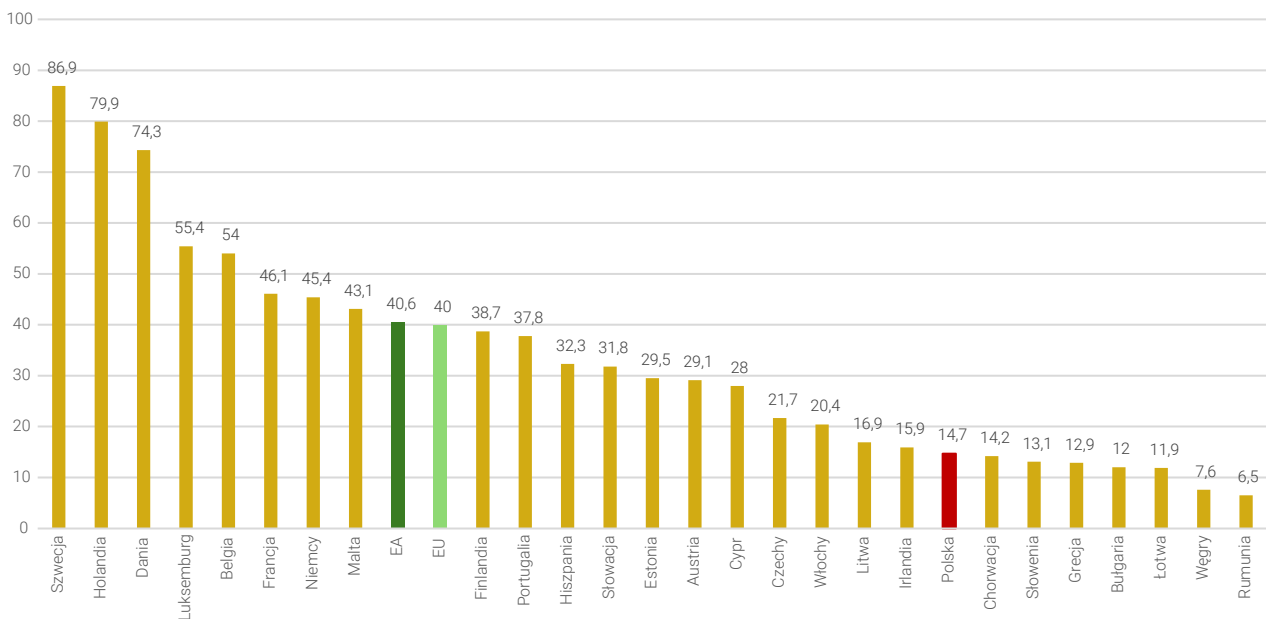
zaledwie niespełna 15% PKB – w sytuacji gdy średnia unijna to około 40% PKB.

Jeszcze gorzej sytuacja wygląda, gdy weźmiemy pod uwagę poziom zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych w przeliczeniu na 1 mieszkańca. O ile w UE jest to poziom nieco ponad 45 tys. EUR

– w przypadku Polski wskaźnik wynosi zaledwie około 3 tys. EUR na osobę.

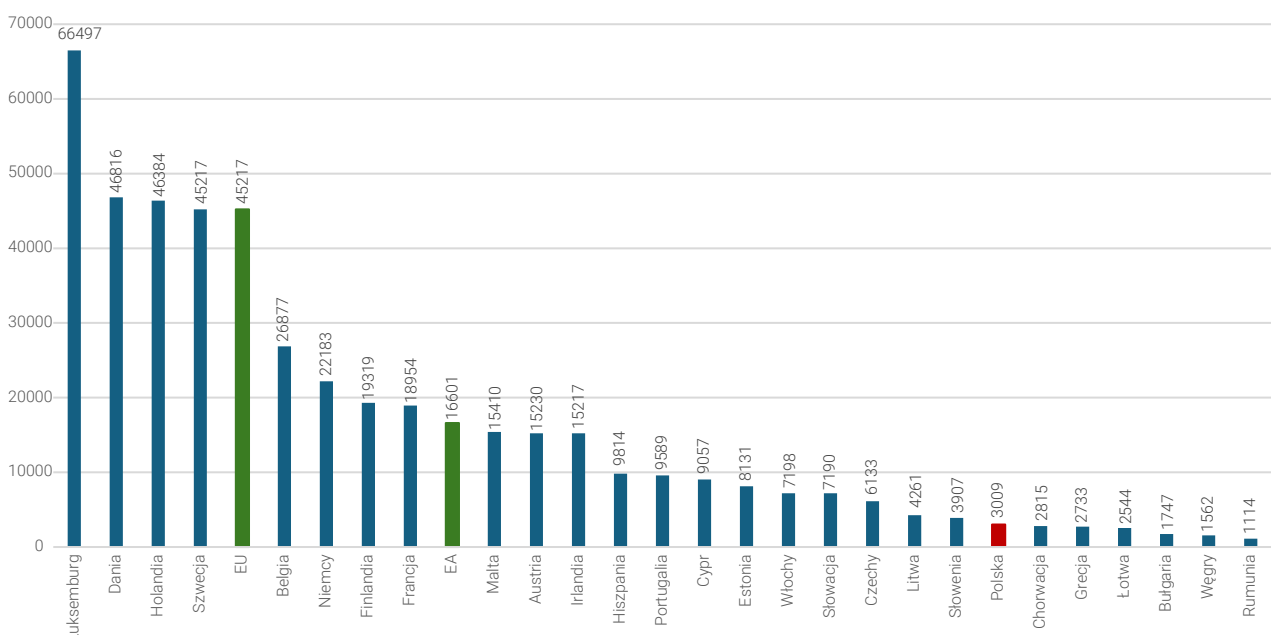
Także prognoza NBP nie daje nadziei na szybką poprawę w zakresie relacji portfela kredytów mieszkaniowych do PKB – na koniec horyzontu prognozy relacja ta może osiągnąć poziom z 2016 roku (około 12% PKB).

Rys. 11 Relacja portfela kredytów mieszkaniowych do PKB w krajach EU (% , 2023 r.)



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych EMF

Rys. 12 Portfel kredytów mieszkaniowych per capita (EUR, 2023 r.)



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych EMF



Warto w tym miejscu podkreślić, że relatywnie wolny przyrost wartości portfela kredytów mieszkaniowych ma miejsce w sytuacji (i) rosnących cen transakcyjnych nieruchomości oraz (ii) relatywnie wysokiego oprocentowania kredytów. Według danych NBP, ceny transakcyjne nieruchomości rosły z wysoką dynamiką na większości rynków regionalnych, a począwszy od okresu niskich „pandemicznych” stóp procentowych – wzrost ten jeszcze nabrał tempa, na co wpływ miały niewątpliwie rosnące koszty budowy mieszkań, tj. robocizny, najmu sprzętu, przy (ostatnio) stabilizacji cen materiałów.

Jak wskazuje NBP, na rynkach pierwotnych nominalne średnie ceny transakcyjne mkw. mieszkań wzrosły w II kw. 2024 r. zarówno kw./kw., jak i r/r, natomiast wzrosty realnych cen transakcyjnych względem poziomu inflacji oraz względem tempa wzrostu wynagrodzeń dotyczyły wszystkich grup miast - z wyjątkiem Warszawy.

Nie sposób w tym miejscu nie wspomnieć wpływu programu BK2% na ceny nieruchomości. Wg szacunków AMRON, średnia cena mieszkań w okresie od III kwartału 2023 do III kwartału 2024 r. wzrosła w Polsce o 14,4%, przez co Polska stała się jednym z europejskich liderów wzrostu cen mieszkań (wyższą dynamikę średniej ceny mieszkań zanotowano w tym okresie tylko w Bułgarii). W największych miastach wzrosty były jeszcze wyższe, w Warszawie i Krakowie przekraczając nawet poziom 20%.

Ta sytuacja ujemnie wpływa na wskaźnik szacowanej dostępności mieszkań w siedmiu dużych miastach (bazujący na przeciętnym miesięcznym wynagrodzeniu w sektorze przedsiębiorstw), który po przejściowym wzroście w połowie 2023 r. – znowu spada i to mimo działającego na niego wspierająco wysokiego tempa wzrostu wynagrodzeń.

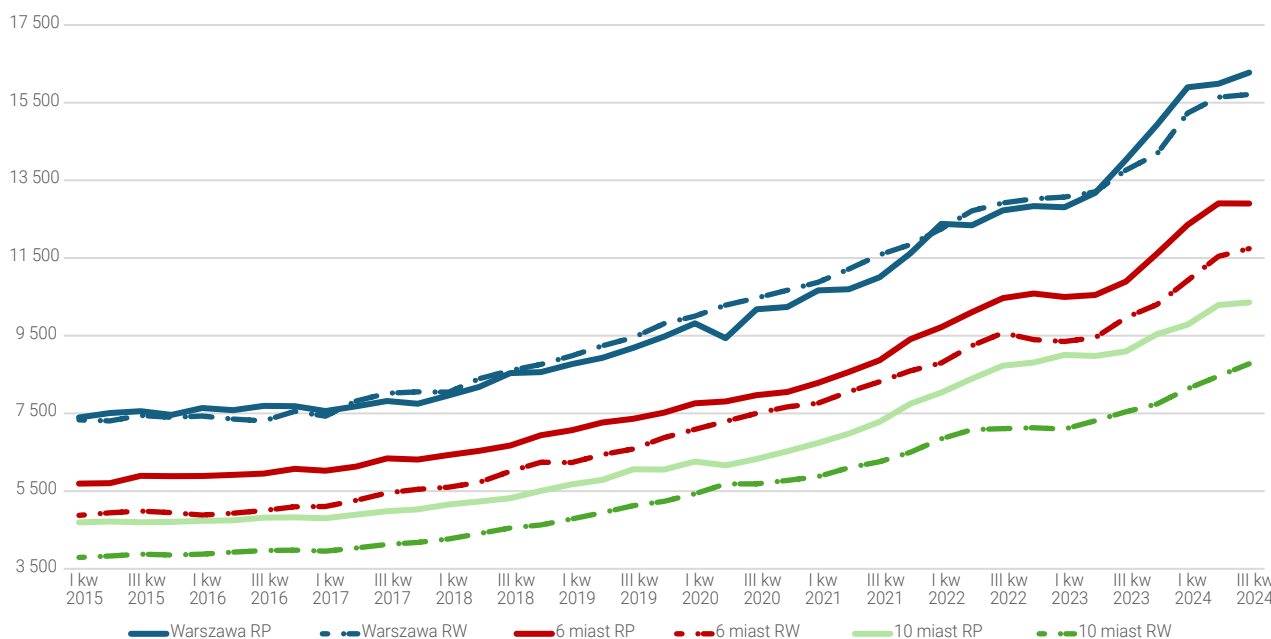
Omawiając kwestię dostępności mieszkań, nie sposób zwrócić uwagi – obok kwestii cen nieruchomości

Tab. 2 Prognoza kredytów mieszkaniowych w relacji do PKB – dane kwartalne, prognoza wrzesień 2024 r.

	III kw. 2024	IV kw. 2024	I kw. 2025	II kw. 2025	III kw. 2025	IV kw. 2025	I kw. 2026	II kw. 2026	III kw. 2026	IV kw. 2026
Kredyty mieszkaniowe	12,15%	12,07%	11,95%	11,89%	11,90%	11,95%	12,02%	12,11%	12,19%	12,26%

Źródło: NBP

Rys.13 Ceny transakcyjne mieszkań na wybranych rynkach Polski (PLN)



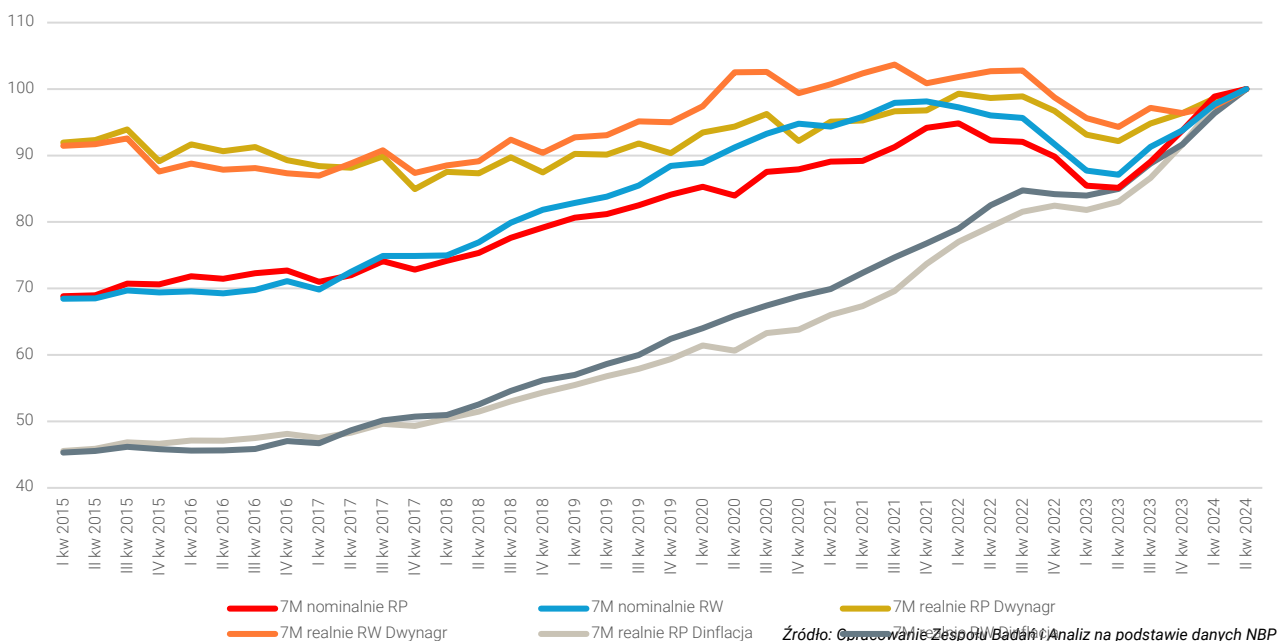
Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych NBP



ści oraz wynagrodzeń gospodarstw domowych – na ceny i warunki udzielania kredytów hipotecznych. W odpowiedzi na zmieniające się warunki rynkowe, w III kwartale 2024 r. zaobserwowano zwiększenie elastyczności warunków finansowania, co przejawiało się m.in. w rosnącym udziale kredytów z wysokim wskaźnikiem LtV (powyżej 80%). Nie zmienia to

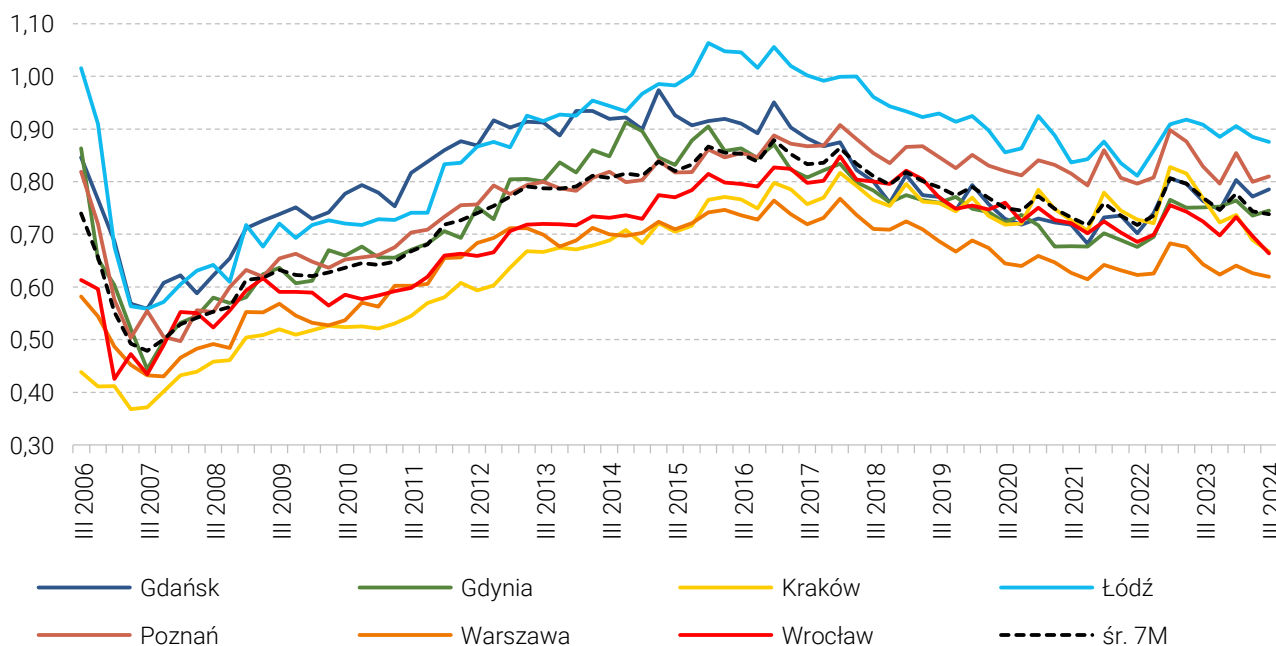
jednak faktu, że – wobec utrzymywania relatywnie wysokich stóp procentowych przez RPP – oprocentowanie kredytów hipotecznych jest w Polsce relatywnie wysokie – nawet w porównaniu do innych krajów regionu. W przypadku średniego oprocentowania kredytów mieszkaniowych, Polska ze średnim ważonym oprocentowaniem nowych kredytów

Rys. 14 Indeks dynamiki cen mieszkań transakcyjnych, nominalnych oraz deflowanych inflacją i wynagrodzeniami w 7 miastach (II kw. 2024=100)



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych NBP

Rys. 15 Szacowana dostępność mieszkania w 7M za przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (mkw.)



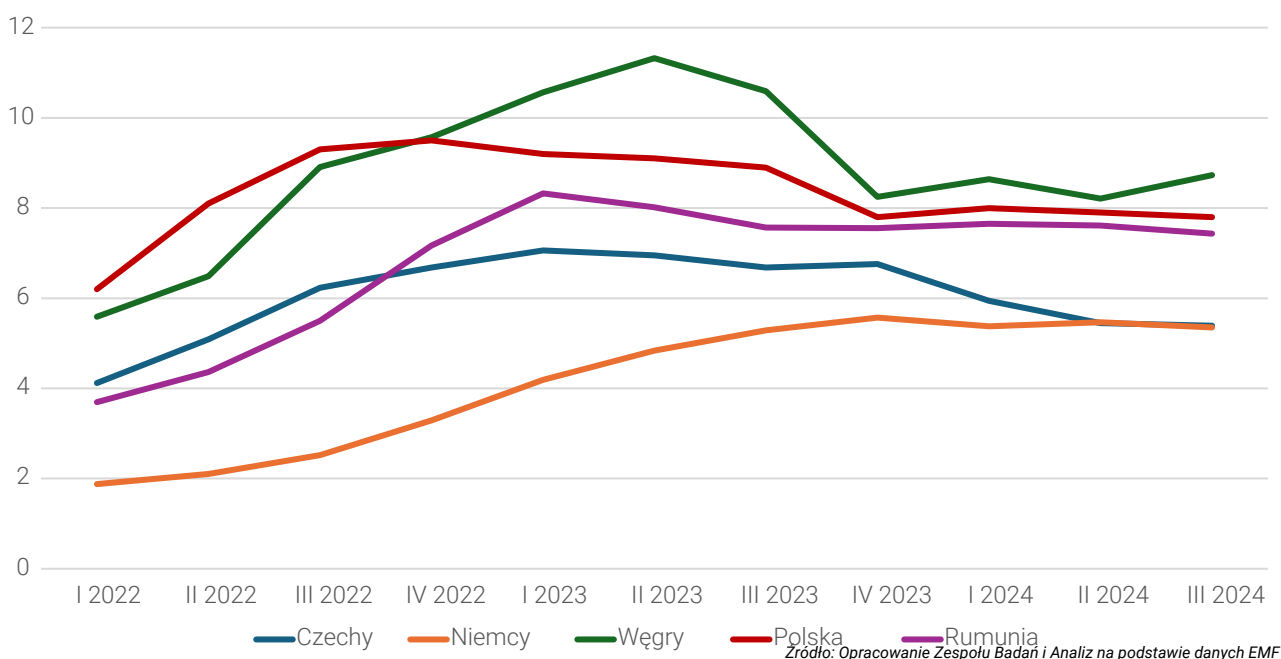
Źródło: NBP



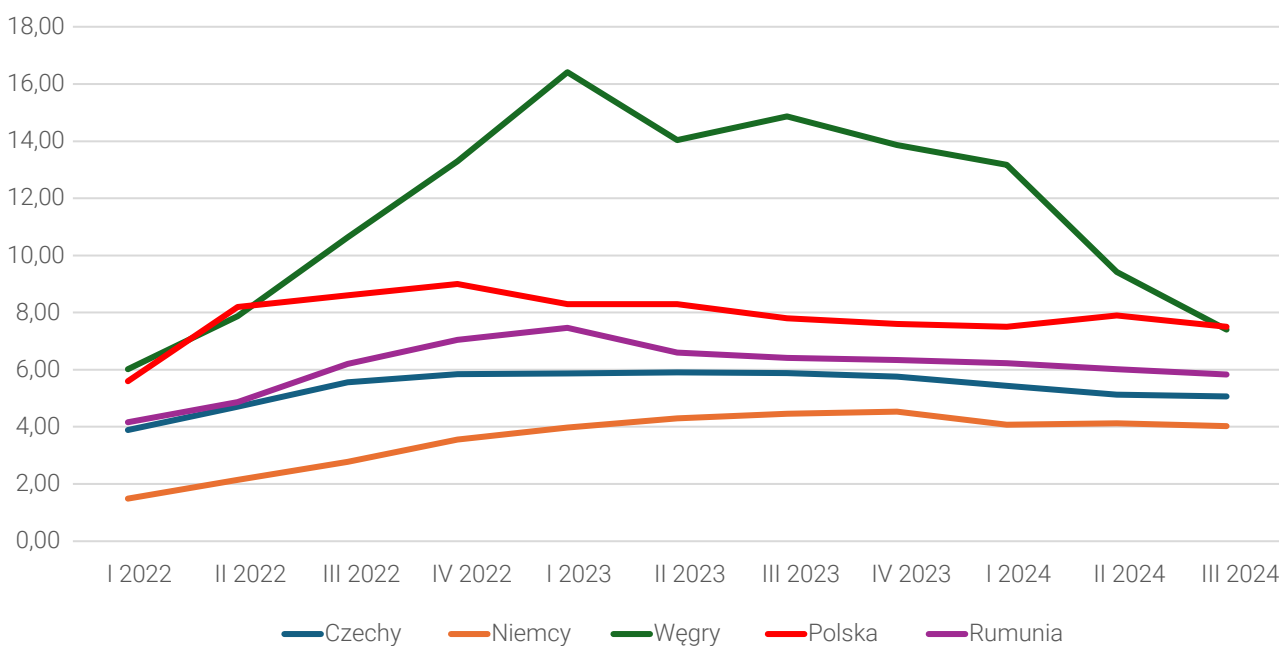
mieszkaniowych na poziomie 7,9% jest zdecydowanie „liderem” rynku. Dokonując pogłębionej analizy w oparciu o różne typy oprocentowania – w krajach CEE wyższe oprocentowanie niż Polska mają tylko Węgry. W porównaniu jednak do krajów strefy euro – różnica oprocentowania sięga około 3-4 pp. na niekorzyść Polski.

Rok 2024 na rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce charakteryzował się umiarkowanym wzrostem liczby i wartości udzielanych kredytów, przy jednoczesnym wzroście średniej wartości kredytu. Banki wykazały większą elastyczność w oferowanych warunkach finansowania, co w połączeniu z poprawą jakości portfela kredytowego wskazuje na stabi-

Rys. 16 Średnie ważone oprocentowanie kredytów mieszkaniowych w wybranych krajach UE [%]



Rys. 17 Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych **zmiennoprocentowych** w wybranych krajach UE [%]





zacje rynku. Mimo braku nowych programów rządowych, rynek funkcjonował sprawnie, a prognozy na przyszłość pozostają ostrożnie optymistyczne.

Podsumowanie

W Polsce sektor bankowy odgrywa szczególną rolę – zapewnia niemal 80% finansowania zewnętrznego (87% uwzględniając wyłącznie finansowania w postaci kredytu bankowego versus finansowanie poprzez giełdę).

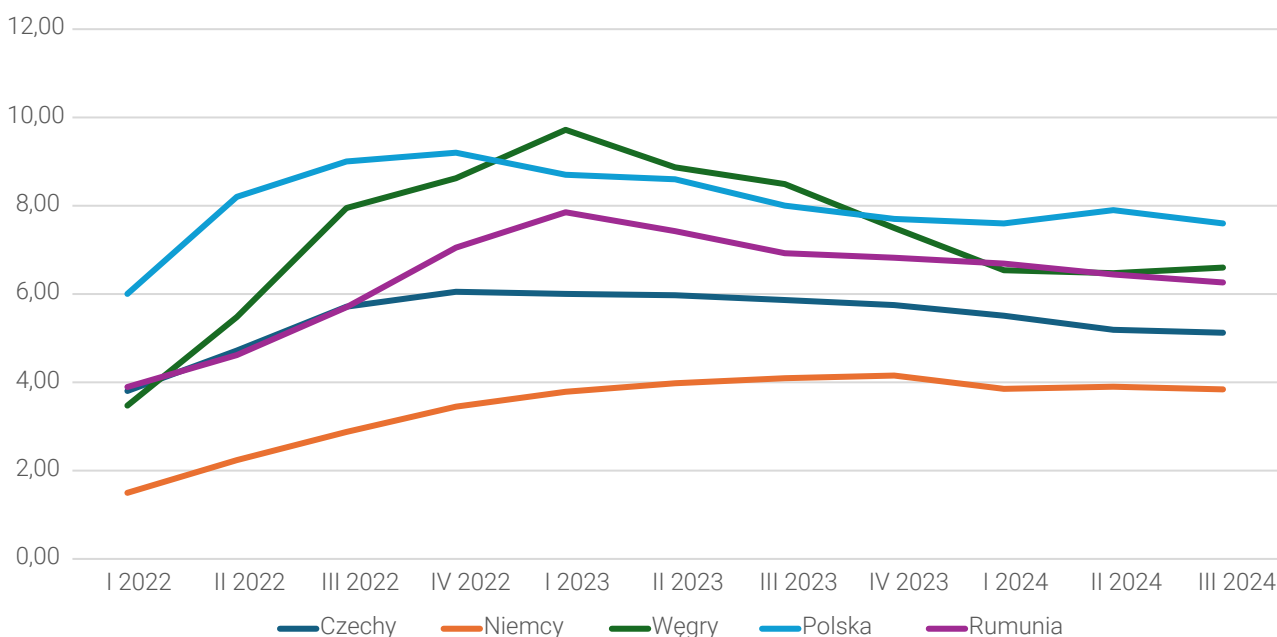
Wciąż jednak wśród przedsiębiorców dominuje finansowania działalności inwestycyjnej poprzez kapitał własny (ok. 70% inwestycji realizowanych jest właśnie z kapitału własnego). Kapitał to jednak ograniczony zasób i zasadniczym pytaniem pozostaje to, czy w perspektywie zintensyfikowania działalności inwestycyjnej (na różnych poziomach – zarówno inwestycji publicznych, jak i inwestycji prywatnych) posiadane przez przedsiębiorstwa kapitały własne będą wystarczające dla realizacji projektów inwestycyjnych – w szczególności tych dużych projektów noszących znamiona transformacji polskiej gospodarki. Problem polega jednak na tym, że polskie banki są jednostkowo za małe, aby finansować duże projekty inwestycyjne. Inwestycje przed którymi stoi polska gospodarka są silnie skoncentrowane - ukierunkowane na transformację energetyczną, a zatem

na modernizację sieci przesyłowych, czy też dekarbonizację. To sprawia, że z uwagi na obowiązujące w sektorze bankowym limity koncentracji, banki mogą nie być w stanie (i nie będą) zaangażować się w całości w finansowanie „zielonych” dużych projektów inwestycyjnych. Przy maksymalnym zaangażowaniu (z uwagi na wielkość ekspozycji w stosunku do posiadanych kapitałów Tier I) sektor bankowy wg stanu na 30/06/2024 byłby w stanie w ujęciu konsorcyjnym sfinansować maksymalny projekt inwestycyjny na poziomie nie przekraczającym 53 mld zł. Oznacza to, że cały polski sektor bankowy (w ujęciu konsorcyjnym) byłby w stanie sfinansować jedynie około 17,5% budowy elektrowni atomowej.

Na poziomie pojedynczych banków poziom możliwego finansowania pojedynczego projektu wypadłby jeszcze gorzej. Z uwagi na limity koncentracji (25% skonsolidowanego kapitału Tier I), największy bank byłby w stanie sfinansować projekt na maksymalnym poziomie nie przekraczającym 10,5 mld zł (pod warunkiem, że pozwoliłyby na to inne limity koncentracji ustalane indywidualnie przez banki). Grupa dziewięciu największych banków komercyjnych z uwagi na limity związane z ekspozycją będzie w stanie sfinansować projekt nie większy niż 38,6 mld zł.

Ostatnie lata to dla polskiego sektora faza kurczenia się względem potrzeb gospodarczych. Następuje

Rys.18 Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych o okresie stałego oprocentowania do 5 lat w wybranych krajach UE [%]



Źródło: Opracowanie Zespołu Badań i Analiz na podstawie danych EMF



marginalizacja roli banków w zakresie finansowania gospodarki. Szczególnie dramatyczna sytuacja kształtuje się w zakresie kredytów dla przedsiębiorstw. Taka sytuacja na rynku kredytowym jest nie do utrzymania w dłuższym okresie - w najbliższych latach, w Polsce konieczny jest wzrost inwestycji oraz potrzeb w zakresie finansowania, w rezultacie czego konieczny jest istotny wzrost kredytów inwestycyjnych.

Tylko dla zasypania luki inwestycyjnej w polskiej gospodarce (na poziomie ok. 4,7 p.p. PKB) konieczne jest zapewnienie rocznego wzrostu kredytów na poziomie 220-230 mld zł, co wymaga rokrocznego zwiększania kapitałów własnych o ok. 40-45 mld zł.

Tymczasem, w rezultacie wysokich obciążeń regulacyjnych, polski sektor stał się zbyt mały, aby finansować duże projekty inwestycyjne – nawet w układzie konsorcjalnym. W przypadku wyraźnego wzrostu akcji kredytowej w sektorze bankowym mogą wystąpić istotne napięcia. Jednoczesne zapewnienie zwiększonego finansowania gospodarki, wypłacanie wynagrodzenia akcjonariuszom banków oraz spełnianie wymogów kapitałowych – może być trudne do osiągnięcia.

Od czasu wprowadzenia podatku bankowego, tj. od 2016 r., w sektorze bankowym pogłębia się spadek wartości kredytów dla sektora niefinansowego do PKB. Na koniec września 2024 r. ich poziom osiągnął historyczne minimum wynoszące 31,67%. Gdyby możliwe było zachowanie tempa rozwoju akcji kredytowej w polskim sektorze bankowym z lat 2010-2016, a zatem sprzed wprowadzenia podatku bankowego, dzisiejszy poziom relacji kredytów dla sektora niefinansowego do PKB zbliżałby się do 54%.

Gdyby możliwe było zachowanie tempa wzrostu portfela kredytowego na poziomie z lat 2010-2016, dzisiejsza wartość portfela kredytowego zbliżałaby się do poziomu 1,87 bln zł. Oznacza to, że wprowadzenie podatku bankowego oraz eskalacja obciążeń

podatkowych i paropodatkowych oraz ryzyka prawnego hamujących wzrost podaży kredytów przyczyniły się do zmniejszenia portfeli kredytowych w sektorze bankowym blisko 760 mld zł. Jest to zatem poziom kredytowania gospodarki, nie zasilil polskiej gospodarki. Podatek bankowy jest zatem przykładem złej i nieprzemyślanej legislacji, która choć miała „wyłącznie” stricte fiskalny cel, zadziałała destymulująco dla całej gospodarki.

W długiej perspektywie rozwój akcji kredytowej ograniczany jest przez pogłębiające się nadzorcze wymogi kapitałowe (ograniczenia koncentracji kredytów, adekwatność kapitałowa, dźwignia finansowa, MREL). Zgodnie z tymi wymogami, baza kapitałowa banku powinna być na tyle rozbudowana, by móc pokryć nieoczekiwane straty z tytułu materializacji poszczególnych rodzajów ryzyka towarzyszącego działalności banku, zapewniając przy tym możliwość bezpiecznego kontynuowania tej działalności, bez konieczności sięgania po nadzwyczajne środki zewnętrzne w postaci pomocy publicznej czy wsparcia ze strony banku centralnego.

Dla poprawy zdolności banków do finansowania gospodarki konieczna jest w pierwszej kolejności racjonalizacja obciążeń sektora bankowego – w tym w szczególności zasad naliczania podatku bankowego. Obecne uzależnianie wysokości podatku bankowego od poziomu aktywów (w tym: kredytów) działa dysymulująco na akcję kredytową, dodatkowo zwiększa procykliczność gospodarki. Postulujemy pobór podatku od niektórych instytucji finansowych poprzez zmianę podstawy opodatkowania na pasywa z wyłączeniem kapitałów własnych i depozytów gwarantowanych oraz depozytów długoterminowych ponad poziomy gwarantowane; zachowując jednocześnie dotychczasowe wyłączenia podmiotowe spod pobierania tego podatku (wyłączając jednocześnie banki zrzeszające z uwagi na specyfikę działania). Dotychczasowe wpłaty z tytułu bankowego wyniosły łącznie 35 mld zł, z czego w 2023 r. – 5,3 mld zł.

3. SYMULACJA WYNIKU FINANSOWEGO BANKÓW Z UWZGLĘDNIENIEM CZYNNIKÓW MAKROEKONOMICZNYCH ORAZ ZEWNĘTRZNYCH OBCIĄŻEŃ REGULACYJNYCH I FISKALNYCH W ROKU 2024





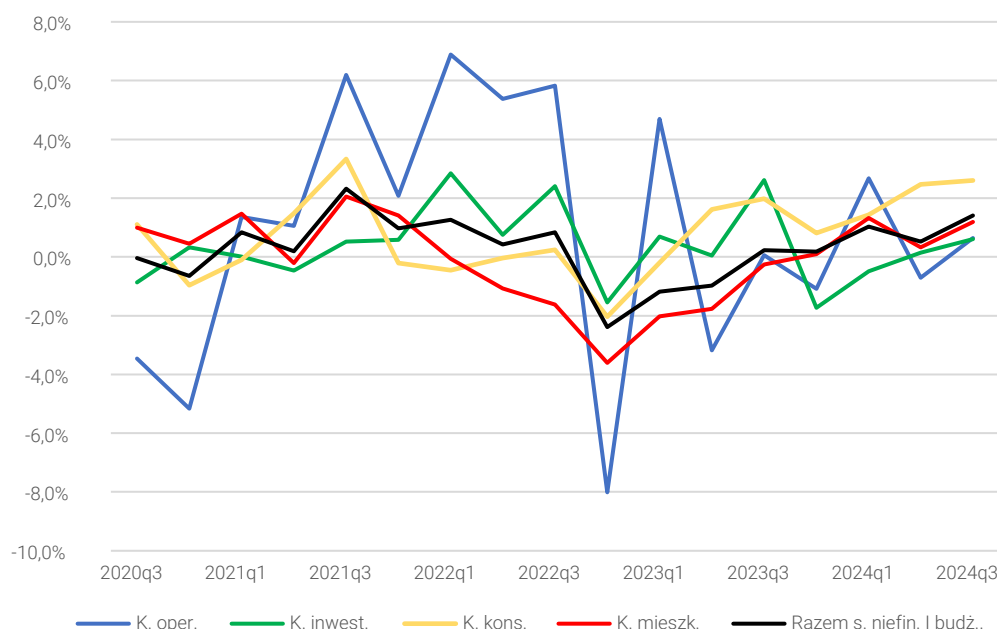
Należności
z tytułu kredytów
– kwartalne
wahania, ale
w skali roku
widoczny trend
wzrostowy

SEKTOR BANKOWY po III kwartale 2024 r. - w skrócie (1)

III kwartał 2024 r. przyniósł kontynuację stabilnego poziomu stóp procentowych, powolny wzrost wolumenu akcji kredytowej (zarówno w segmencie przedsiębiorstw niefinansowych, jak i gospodarstw domowych), oraz lekkie spowolnienie dynamiki wolumenu depozytów, z przełożeniem na nieco wolniejszy przyrost dłużnych papierów wartościowych. Utrzymująca się niepewność co do kształtowania się sytuacji politycznej i makroekonomicznej nie sprzyja szczególnie podejmowaniu decyzji o zaciąganiu kredytów na cele inwestycyjne. Obniżająca się wartość produkcji sprzedanej przemysłu i budownictwa pociągnęła za sobą obniżenie zdolności kredytowej i niewielkie pogorszenie jakości portfela kredytowego przedsiębiorstw, co skutkowało pogorszeniem wyniku z tytułu oczekiwanych strat kredytowych. Zarówno podstawowy wskaźnik inflacji, jak i inflacja bazowa, przestały wykazywać trend spadkowy, utrzymując się poza przedziałem bezpośredniego celu inflacyjnego. Inflacja powinna ulec obniżeniu w 2025 r. i wówczas należy spodziewać się obniżek stóp procentowych NBP i stóp rynkowych, choć moment, kiedy to nastąpi jest trudny do wskazania.

Stan należności brutto od sektora niefinansowego i samorządowego na koniec III kwartału 2024 r. (1 350,6 mld zł) był o 1,4% wyższy w porównaniu z II kwartałem. Najszybciej wzrósł wolumen kredytów konsumpcyjnych (+2,6% k/k) i kredytów na nieruchomości (+1,2% k/k), natomiast kredyty dla przedsiębiorstw zwiększyły się jedynie o 0,6% k/k (zarówno operacyjne, jak i inwestycyjne).

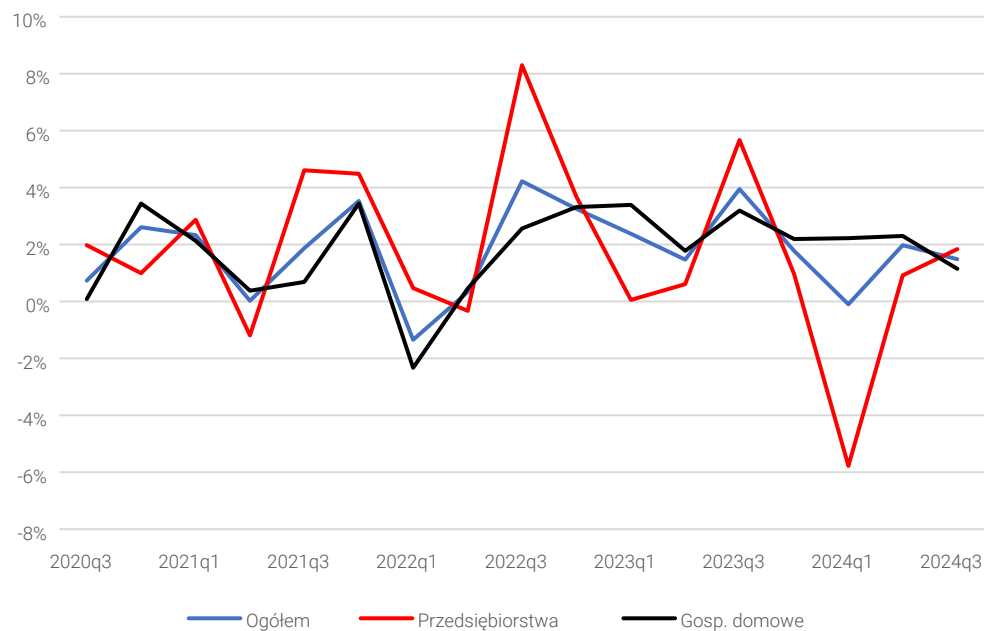
Rys. 1. Dynamika należności od sektora niefinansowego i samorządowego 2020.3-2024.3 (k/k)



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych UKNF

**Depozyty
– wahania
dynamiki**

W porównaniu z II kwartałem b.r. depozyty przedsiębiorstw niefinansowych wzrosły bardziej dynamicznie (+1,8% k/k w porównaniu z +1,0% w poprzednim kwartale), natomiast depozyty gospodarstw domowych spowolniły wzrost (+1,1% k/k, a więc o połowę mniej, niż w poprzednim kwartale). Dynamika w stosunku rocznym wyraźnie osłabiła się: z +11,5% r/r we wrześniu 2023 r. do +5,2% we wrześniu 2024 r. w przypadku łącznego wolumenu depozytów sektora niefinansowego lw tym odpowiednio z +12,3% do +8,1% w przypadku gospodarstw domowych, zaś z +10,3% r/r do -2,2% w przypadku przedsiębiorstw.

Rys. 2. Dynamika depozytów podmiotów niefinansowych 2020.3-2024.3 (k/k)

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych UKNF

**Stopa
referencyjna
NBP**

Stopa referencyjna NBP prze cały III kwartał 2024 r. pozostawała na poziomie 5,75%, bez zmian od października 2023 r. Relatywnie stabilne były też stopy procentowe rynku pieniężnego, oscylując wokół poziomu 5,86% w przypadku WIBOR 3M jak i WIBOR 6M i przyjmując wartość 5,85% na koniec kwartału.

**Przychody
odsetkowe**

Wobec wyższego wolumenu należności kredytowych przychody odsetkowe za III kwartał 2024 r. (44,3 mld zł) były o 6,5% wyższe w porównaniu z II kwartałem. Łączne przychody za 3 kwartały 2024 r. (128,3 mld zł) były wyższe o 1,1% względem analogicznego okresu 2023 r. (126,9 mld zł).

**Koszty
odsetkowe**

Osiągnęły w III kwartale b.r. poziom 16,9 mld zł (o 5,6% więcej w porównaniu z II kwartałem). W warunkach utrzymującego się spadkowego trendu oprocentowania zobowiązań skumulowane koszty za 3 kwartały 2024 r. (49,4 mld zł) pozostają niższe o 9,0% względem analogicznego okresu 2023 r.

**Wynik
odsetkowy**

Kwartałny poziom 27,4 mld zł jest o 7,0% wyższy w porównaniu z II kwartałem 2024 r. Poziom za 9 miesięcy 2024 r. (78,9 mld zł) przekracza o 8,7% wynik za analogiczny okres 2023 r.

**Wynik z tytułu
opłat i prowizji**

Poziom 14,7 mld zł osiągnięty po 3 kwartałach 2024 r. jest wyższy o 5,5% w porównaniu z rokiem poprzednim. Wynik za sam III kwartał (4,9 mld zł) jest porównywalny z kwartałem poprzednim (przyrost o 2,1%).

**Wynik z tytułu
oczekiwanych
strat kredytowych****Sektor Bankowy
po III kwartale 2024 r. - w skrócie (2)
– porównanie z II kwartałem 2024 r.**

Udział należności w fazie 3 w sumie należności ogółem od sektora niefinansowego pomiędzy końcem czerwca a końcem września 2024 r. wzrósł z 5,12% do 5,27%, a sam wolumen należności w fazie 3 zwiększył się w tym okresie o 2,5 mld zł, do poziomu 63,0 mld zł. Natomiast wynik z tytułu utraty wartości należności kredytowych w rachunku zysków i strat osiągnął kwartalny poziom 2,3 mld zł, istotnie wyższy w porównaniu z II kwartałem 2024 r. (wzrost o 66%). Skumulowany poziom kosztu tych odpisów po 3 kwartałach wyniósł 5,4 mld zł (+4,6% r/r).

**Negatywny
wynik wakacji
kredytowych**

Pozycja „Zysk lub strata z tytułu modyfikacji, netto”, odzwierciedlająca korektę wartości bilansowej kredytów w wyniku wakacji kredytowych, pokazała na koniec września 2024 r. skumulowaną stratę w kwocie 971 mln zł, co oznacza niewielką poprawę w stosunku do kwoty zaobserwowanej w czerwcu (-1 134 mln zł).

**Koszty
działania**

Koszty prowadzenia działalności banków (osobowe, rzeczowe i amortyzacja) osiągnęły po 3 kwartałach 2024 r. poziom 41,7 mld zł, wyższy o 11,2% w porównaniu z analogicznym okresem 2023 r. Koszty w samym III kwartale (13,6 mld, zł) są porównywalne z II kwartałem (13,5 mld zł).

**Koszty ryzyka
prawnego**

Koszty z tytułu ryzyka prawnego związanego z walutowymi kredytami hipotecznymi są aktualnie uwzględniane w kilku agregatach rachunku zysków i strat. Bezpośrednio widoczne koszty tworzenia rezerw z tytułu ryzyka prawnego są niższe w porównaniu z ubiegłym rokiem, wynosząc po 9 miesiącach 7,8 mld zł (o 31,5% mniej, niż po 3 kwartałach 2023 r.). Natomiast ich poziom wzrasta z kwartału na kwartał: 1,6 mld zł w I kw., 2,5 mld zł w II kw., 3,6 mld zł w III kw. Ponadto praktykowane jest obciążenie pozostałych kosztów operacyjnych przez koszty procesów sądowych i ugód z klientami (w przypadku kredytów już spłaconych), a także obniżanie przychodów odsetkowych lub tworzenie dodatkowych odpisów z tytułu utraty wartości należności w przypadku kredytów aktywnych.

**Zysk
i rentowność**

Skumulowany wynik netto za 3 kwartały 2024 r. osiągnął kwotę 31,2 mld zł (+47,0% r/r) i był o 27,6% wyższy w porównaniu z I półroczem 2023 r. Wynik samego III kwartału (11,1 mld zł) był o 11,2% wyższy od rezultatu z II kwartału. Przyniosło to wzrost annualizowanej stopy zwrotu z kapitału ROE za 3 kwartały 2024 r. (17,1%) o 4,8 punktu procentowego w porównaniu ze wskaźnikiem za analogiczny okres 2023 r. Odpowiednio, stopa zwrotu z aktywów ROA wyniosła 1,29% (+0,33 punktu procentowego).

**Fundusze
własne**

Kapitał bilansowy (bez zysku okresu bieżącego) osiągnął na koniec III kwartału 2024 r. kwotę 243,7 mld zł (+5,4% r/r). Wobec stabilizacji stóp procentowych kontynuowane było odwrócenie erozji funduszy własnych, spowodowanej przez negatywne skutki wyceny obligacji SP. Skumulowane straty z tego tytułu, które osiągnęły minimum w październiku 2022 r. (~ 38,7 mld zł), zostały zredukowane na koniec września 2024 r. do -7,2 mld zł (w porównaniu z -11,0 mld zł na koniec czerwca).

Rys. 3. Kapitał z aktualizacji wyceny (mln zł)

Źródło: UKNF

Kapitał regulacyjny, uwzględniany w wymogach adekwatności kapitałowej, na koniec września 2024 r. osiągnął poziom 253,0 mld zł (+3,1% r/r). Przynosi to łączny współczynnik kapitałowy na poziomie 21,2% (spadek o 0,83 punktu procentowego w porównaniu z wrześniem 2023 r.). Wynika to z szybszego przyrostu łącznej ekspozycji na ryzyko (o 7,2%) w następstwie wzrostu ekspozycji na ryzyko kredytowe (o 5,2%) i wzrostu ekspozycji na ryzyko operacyjne (o 22,0%), jako pochodnej zwiększających się przychodów operacyjnych.

Szczegółowe wyniki w zakresie omawianych powyżej zmiennych na koniec III kwartału 2024 r. zaprezentowano w tabeli 1 na tle wyników dla III kwartału 2023 r. i II kwartału 2024 r., oraz lat 2022-2023.



Sektor Bankowy – wyniki 2024 r.

Tabela 1. Dane sektora bankowego w okresie 12'2022 – 09'2024

Zmienna (mln zł)	12'2022	09'2023	12'2023	06'2024	09'2024	Zmiana r/r 2023/2022	Zmiana 2024q1-3/ 2023q1-3	Zmiana 2024q3/ 2024q2
Należności od sektora niefinansowego i samorządowego	1 334 608	1 309 078	1 311 491	1 331 876	1 350 600	-1,7%	3,2%	1,4%
w tym: kredyty operacyjne dla przedsiębiorstw	214 010	217 050	214 700	218 887	220 291	0,3%	1,5%	0,6%
kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw	172 817	178 650	175 558	174 949	176 003	1,6%	-1,5%	0,6%
kredyty konsumpcyjne	182 382	188 637	190 165	197 637	202 775	4,3%	7,5%	2,6%
kredyty na nieruchomości	563 074	540 441	540 976	549 907	556 420	-3,9%	3,0%	1,2%
Depozyty przedsiębiorstw niefinansowych	464 663	499 162	505 257	481 986	490 751	8,7%	-1,7%	1,8%
Depozyty gospodarstw domowych	1 094 387	1 189 376	1 217 961	1 275 120	1 290 615	11,3%	8,5%	1,2%
Przychody z tytułu odsetek	119 352	126 939	166 517	84 034	128 344	39,5%	1,1%	6,5%
Koszty z tytułu odsetek	43 323	54 330	71 002	32 503	49 422	63,9%	-9,0%	5,6%
Wynik z tytułu odsetek	76 029	72 609	95 515	51 531	78 923	25,6%	8,7%	7,0%
Wynik z tytułu opłat i prowizji	18 456	13 968	18 719	9 778	14 729	1,4%	5,5%	2,1%
Koszty działania	49 806	37 462	50 844	28 011	41 661	2,1%	11,2%	1,3%
Wynik z tyt. odpisów na oczek. straty kredytowe	8 941	5 124	7 141	3 016	5 358	-20,1%	4,6%	66,1%
Koszty z tyt. ryzyka prawnego (rezerwy)	6 547	11 349	16 602	4 136	7 769	153,6%	-31,5%	39,1%
Zysk/strata z tytułu modyfikacji	-7 035	506	727	-1 134	-971			
Zysk / strata netto	12 482	21 229	28 040	20 124	31 207	124,6%	47,0%	11,2%
Aktywa ogółem	2 741 089	2 965 913	3 010 928	3 128 287	3 230 452	9,8%	8,9%	3,3%
Zobowiązania ogółem	2 537 087	2 713 483	2 753 721	2 868 873	2 955 579	8,5%	8,9%	3,0%
Fundusze własne (bilansowe)	191 520	231 200	229 167	239 290	243 666	19,7%	5,4%	1,8%
Kwota ekspozycji ważonej ryzykiem	1 117 956	1 113 582	1 126 654	1 181 343	1 193 438	0,8%	7,2%	1,0%
Fundusze własne (CRR)	217 665	245 330	244 747	249 183	253 013	12,4%	3,1%	1,5%
Współczynnik TCR	19,47%	22,03%	21,72%	21,09%	21,20%	2,25 p.p.	-0,83 p.p.	0,11 p.p.
ROE	6,52%	12,24%	12,24%	16,82%	17,08%	5,72 p.p.	4,83 p.p.	0,26 p.p.
ROA	0,46%	0,95%	0,93%	1,29%	1,29%	0,48 p.p.	0,33 p.p.	0,00 p.p.

* Bez zysku z okresu bieżącego.
Źródło: UKNF, obliczenia własne.

**Czynniki nadal aktualne:****Czynniki zewnętrzne**

- wojna w Ukrainie i zmiany w handlu światowym (wojny celne na horyzoncie?)
- wolno malejąca inflacja i stopy procentowe
- wahania cen surowców i produktów rolnych

Czynniki wewnętrzne

- powolny wzrost aktywności gospodarczej
- słaby popyt konsumpcyjny
- oczekiwanie wzrostu inwestycji szansą na odbudowę popytu na kredyty
- po przejściowym wzroście inflacji, oczekiwania spadku przynajmniej do IV kwartału 2025 r.

Sektor Bankowy - prognoza wyniku w 2024 i 2025 r.**PREZENTOWANE SCENARIUSZE**

Wobec względnie stabilnej sytuacji makroekonomicznej i niewielkiego prawdopodobieństwa zmiany polityki pieniężnej w krótkim okresie, przyjmujemy jeden scenariusz na rok 2024, natomiast na rok 2025 przyjmujemy trzy warianty, różniące się założeniami odnośnie do parametrów makroekonomicznych i tempa łagodzenia polityki pieniężnej:

- Bazowy: dynamika PKB rządu 3,5%, stopa referencyjna na poziomie 5,00% na koniec roku;
- Alt1: dynamika PKB rządu 3,0%, stopa referencyjna spada do poziomu 5,25%;
- Alt2: realny wzrost PKB o 4,0% i najgłębszy spadek stopy referencyjnej – do 4,75%.

Tabela 2. Założenia makroekonomiczne

Zmienna	2022	2023	Prognoza 2024 Bazowy	Prognoza 2025		
				Bazowy	Alt1	Alt2
Dynamika PKB w cenach stałych niewyrównana sezonowo (r/r)	5,30%	0,10%	2,80%	3,50%	3,00%	4,00%
CPI - średnia w roku	15,10%	11,60%	3,70%	4,00%	4,50%	3,50%
CPI – koniec roku	16,60%	6,10%	5,10%	3,50%	4,00%	3,10%
Stopa referencyjna – koniec roku	6,75%	5,75%	5,75%	5,00%	5,25%	4,75%

Źródło: 2022, 2023: GUS, NBP, 2024 i 2025: opracowanie własne

**Stopa
referencyjna
NBP****Inflacja**

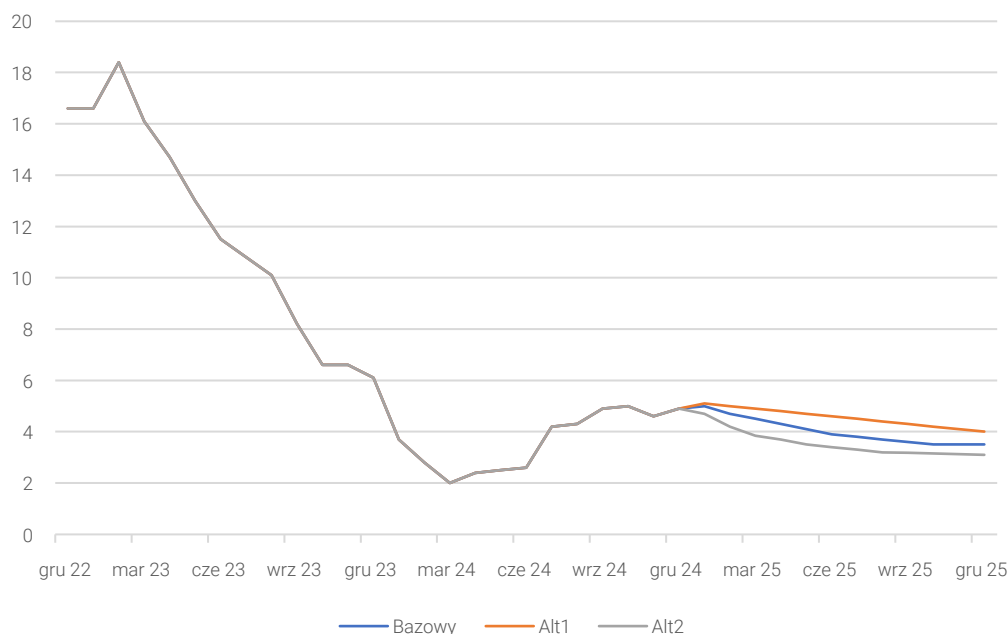
Sektor Bankowy - prognoza wyniku w 2024 i 2025 r.

ZAŁOŻENIA MAKROEKONOMICZNE

Na koniec roku 2024 stopa referencyjna NBP wyniosła 5,75%. Na rok 2025 zakładamy, że wobec przewidywanego spadku inflacji polityka pieniężna ulegnie złagodzeniu i stopa referencyjna NBP w drugiej połowie roku ulegnie obniżeniu, osiągając na koniec roku poziom 5,00% w wariantcie bazowym, 5,25% w wariantcie Alt 1 (przy założonym wolniejszym spadku inflacji) i 4,75% w wariantcie Alt2 (przy założonym szybszym spadku inflacji). Kształtowanie się rynkowych stóp procentowych względem stopy referencyjnej będzie przebiegać z zachowaniem aktualnych proporcji i z uwzględnieniem oczekiwanego kierunku przyszłych zmian (wolniejszy lub szybszy trend spadkowy).

Wskaźnik inflacji osiągnął szczyt w lutym 2023 roku na poziomie 18,4% r/r, po czym przeszedł w trend spadkowy (6,2% w grudniu 2023 r., 2,0% w marcu 2024 r.), który w następnych miesiącach uległ odwróceniu w następstwie przywrócenia 5% stawki VAT na podstawowe artykuły żywnościowe i wzrostu cen nośników energii. Inflacja wzrosła do 2,6% w czerwcu, przyspieszając do 4,9% we wrześniu i 5,0% w październiku, z obniżeniem do 4,7% w listopadzie, 4,8 % w grudniu. Przewidujemy spadek inflacji do poziomu 3,1-4,0% do końca roku 2025.

Rys.4 Wskaźnik inflacji r/r (%)



Źródło: 2022'12-2024'11: GUS, 2024-2025: opracowanie własne



Rynek kredytowy

- stabilny, umiarkowany wzrost kredytów na nieruchomości (mimo wycofania się z zapowiadanego programu „Kredyt 0%”)
- wyraźny wzrost sprzedaży kredytów konsumpcyjnych
- wzrost zapotrzebowania na kredyty operacyjne, podtrzymujące płynność przedsiębiorstw, ale także wyraźniejszy (w stosunku do lat poprzednich) wzrost zapotrzebowania na kredyty inwestycyjne.

Sektor Bankowy - prognoza wyniku w 2024 i 2025 r.

POZOSTAŁE ZAŁOŻENIA NA ROK 2024

Tabela 3. Dynamika należności kredytowych w 2023 r. i prognozy na lata 2024-2025

Zmienna	Zmiana 2023/2022	2024	Zmiana 2024/2023	2025	Zmiana 2025/2024
		Wariant bazowy		Wariant bazowy	
Należności od sektora niefinansowego i samorządowego – dynamika	-1,7 p.p.	4,22%	5,9 p.p.	4,02%	5,8 p.p.
w tym: kredyty operacyjne dla przedsiębiorstw	-9,3 p.p.	3,00%	2,7 p.p.	3,50%	3,2 p.p.
kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw	-2,9 p.p.	2,00%	0,4 p.p.	2,50%	0,9 p.p.
kredyty konsumpcyjne	6,5 p.p.	7,00%	2,7 p.p.	6,00%	1,7 p.p.
kredyty na nieruchomości	2,3 p.p.	4,50%	8,4 p.p.	4,00%	7,9 p.p.
Depozyty przedsiębiorstw niefinansowych	8,7%	510 309	1,0%	525 619	3,0%
Depozyty gospodarstw domowych	11,3%	1 315 397	8,0%	1 394 321	6,0%
Rezerwy z tyt. ryzyka prawnego kredytów CHF (mln zł)	x	12 330	x	10 000	x
				Wariant Alt1	
Należności od sektora niefinansowego i samorządowego – dynamika				5,50%	1,29 p.p.
w tym: kredyty operacyjne dla przedsiębiorstw				5,00%	2,00 p.p.
kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw				4,00%	2,00 p.p.
kredyty konsumpcyjne				6,00%	-1,00 p.p.
kredyty na nieruchomości				6,00%	1,50 p.p.
Depozyty przedsiębiorstw niefinansowych				528 170	3,5%
Depozyty gospodarstw domowych				1 374 590	4,5%
Rezerwy z tyt. ryzyka prawnego kredytów CHF (mln zł)				8 000	x
				Wariant Alt2	
Należności od sektora niefinansowego i samorządowego – dynamika				6,02%	1,81 p.p.
w tym: kredyty operacyjne dla przedsiębiorstw				6,00%	3,00 p.p.
kredyty inwestycyjne dla przedsiębiorstw				5,00%	3,00 p.p.
kredyty konsumpcyjne				7,00%	0,00 p.p.
kredyty na nieruchomości				6,00%	1,50 p.p.
Depozyty przedsiębiorstw niefinansowych				530 722	4,0%
Depozyty gospodarstw domowych				1 394 321	6,0%
Rezerwy z tyt. ryzyka prawnego kredytów CHF (mln zł)				12 000	x

Źródło: opracowanie własne.

**Straty kredytowe**

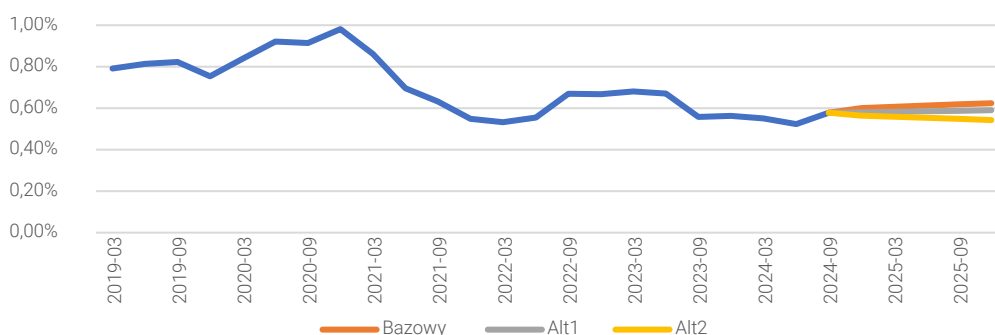
- mimo ustabilizowania się perspektyw sytuacji makroekonomicznej, oczekiwane straty kredytowe nieco rosną w wyniku niewielkiego pogorszenia się należności od segmentu dużych przedsiębiorstw. Na rok 2024 prognozujemy koszt odpisów wyższy o ok. 5% r/r (7,5 mld zł), i porównywalny poziom w roku 2025, z wyjątkiem bardziej optymistycznego wariantu Alt2 (spadek o ok. 2%)
- wzrost kosztów administracyjnych o średni wskaźnik inflacji
- w 2025 r. składka na BFG obejmie zarówno składkę na fundusz gwarancyjny banków, jak i na fundusz restrukturyzacji banków
- 2024: przedłużone na nowych, bardziej restrykcyjnych zasadach – finalnie koszty wyraźnie niższe od przewidywanych

WYNIK Z TYTUŁU WODPISÓW NA STRATY KREDYTOWE

2024: Wobec ponownego odwrócenia się malejącego trendu kosztów ryzyka kredytowego w sektorze bankowym (0,55% wolumenu należności kredytowych brutto od sektora niefinansowego, rządowego i samorządowego w I kwartale 2024 r., 0,52% w II kwartale, ale 0,58% w III kwartale) zakładamy, że poziom 0,58% utrzyma się do końca roku.

2025: Rok 2025 może przynieść lekką obniżkę do 0,56% w wariantcie bazowym, 0,57% w wariantcie Alt1 i do 0,54% w wariantcie Alt2.

Rys. 5. Koszty ryzyka w sektorze bankowym – dane rzeczywiste i prognoza



Źródło: Obliczenia własne

KOSZTY ADMINISTRACYJNE

- "Czyste" koszty działania (bez podatku bankowego i składek na BFG) rosną proporcjonalnie do prognozowanego średniorocznego wskaźnika inflacji, z poziomu 44,2 mld zł w 2023 r. do 49,0 mld zł w 2024 r. i do 50,8-51,2 mld zł w roku 2025.
- Obciążenie podatkiem bankowym zwiększa się proporcjonalnie do zmian wolumenu należności kredytowych. Zakładając stałość proporcji tych należności do sumy aktywów, daje to koszt rzędu 5,3 mld zł w 2024 r. i 5,5-5,6 mld zł w 2025 r.
- Obciążenie składkami na BFG obejmuje w roku 2024 tylko wniesioną w I kwartale składkę na fundusz restrukturyzacyjny banków, wynoszącą 1,563 mld zł w 2024 r., gdyż zgodnie z decyzją Rady BFG z IV kwartału 2022 r. o obniżeniu docelowego poziomu zabezpieczenia gwarantowanych depozytów do 1,6% ich wolumenu, wnoszenie składek na fundusz gwarancyjny banków zostało czasowo wstrzymane. Ale wobec faktu, że poziom zabezpieczenia obniżył się z 1,77% na dzień 31.12.2022 r. do 1,64% na koniec 2023 r., oraz wobec dalszego dynamicznego wzrostu poziomu depozytów gwarantowanych, należy liczyć się z przywróceniem w roku 2025 składek na fundusz gwarancyjny z łączną kwotą rzędu 1,5 mld zł, oraz ze składkami na fundusz restrukturyzacji banków na poziomie dalszych 1,66 mld zł.

KOSZTY WAKACJI KREDYTOWYCH

- Wakacje kredytowe w roku 2024 obejmują znacznie mniejszy krąg kredytobiorców, z ograniczeniami: czasowym (wybrane cztery miesiące w III i IV kwartale 2024 r.), dochodowym (dla wskazanych kategorii kredytobiorców) oraz kwoty kredytu. Zakładamy, że wynik finansowy sektora bankowego za 2024 r. będzie obciążony kosztem z tego tytułu ok. 1,5 mld zł.



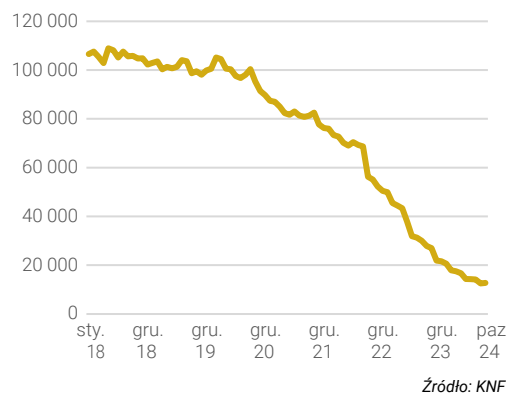
- Wątpliwości prawne ważne dla rozstrzygnięć sądowych zostały rozwiązane, linia orzecznicza sądów zasadniczo ustalona
- Banki regularnie korygują modele kosztów ryzyka prawnego dotyczącego kredytów w CHF, uwzględniając bieżące dane dotyczące rozstrzygnięć pozwów, napływu nowych pozwów, korzystania z programów ugód (zwiększa się atrakcyjność ugód dla klientów, co zwiększa koszty dla banków)
- 2024: Zakładane koszty ryzyka prawnego niższe w porównaniu z 2023 r.
- 2025: koszty mniejsze, ale nadal znaczące
- Dla wielkości dalszych kosztów największe znaczenie będzie mieć aktywność klientów, którzy już spłacili kredyty – aktualnie założenia banków są na poziomie 10%-20% takich kredytów, wzrost liczby pozwów kierowanych przez takich klientów nie był duży w I-III kw. 2024 r.
- Banki systematycznie wykorzystują utworzone wcześniej rezerwy na realizację wyroków sądów i ugody

Sektor Bankowy - prognoza wyniku w 2024 i 2025 R.

KOSZTY RYZYKA PRAWNEGO ZWIĄZANEGO Z WALUTOWYMI KREDYTAMI MIESZKANIOWYMI

Na przestrzeni całego 2023 roku koszty ryzyka prawnego dotyczące kredytów „frankowych” w sektorze bankowym osiągnęły kwotę rzędu 16,6 mld zł (w przybliżeniu dwukrotność kosztów ponoszonych przeciętnie rocznie w poprzednich trzech latach). Prognozujemy niższe koszty w 2024 i 2025 r. Koszt 12,3 mld zł jest przewidziany w roku 2024, zaś 8-12 mld zł w roku 2025.

Rys. 6 Wartość bilansowa brutto kredytów mieszkaniowych w CHF (mln zł)



Źródło: KNF

Wartość kredytów w bilansach banków zaczęła gwałtownie spadać od 2020 r. wraz z uwzględnianiem od tego roku przez banki, wysokich kosztów związanych z tymi kredytami, realizowanych poprzez zmniejszenie ich wartości bilansowej brutto (zgodnie z MSSF 9) – dla kredytów aktywnych. Jeśli szacowana strata z tytułu ryzyka prawnego przewyższała wartość brutto kredytu, a także dla kredytów spłaconych zaczęto tworzyć rezerwy (zgodnie z MSR 37). Prognozujemy, że z końcem 2025 r. kredyty mieszkaniowe w CHF znikną z bilansu banków, ale problem wymagający tworzenia dalszych rezerw mogą stanowić kredyty już spłacone.

DYWIDENDY

Ze względu na dobre wyniki finansowe, banki zdecydowały się w 2024 r. na wypłaty dywidend. Maksymalny dopuszczalny przez KNF poziom wypłaty dywidendy to 75% kwoty zysku netto. Rzeczywisty poziom wypłat, odpowiadający skali spadku kapitałów bilansowych banków pomiędzy końcem marca a końcem czerwca b.r., wyniósł 20,2 mld zł. Zakładamy, że podobna proporcja dotyczyć będzie podziału zysku wypłaconego zysku za rok 2024.

Tabela 4. Koszty ryzyka prawnego walutowych kredytów hipotecznych (mln zł) w okresie 2019-2024.1 i prognozy na lata 2024-2025 (mln zł)

2019	1 094
2020	8 456
2021	7 540
2022	9 523
2023	16 603
2024.1	3 577
2024.2	4 031
2024.3	3 357
Prognozy	
2024	12 330
2025 – Bazowy	10 000
2025 – Alt1	8 000
2025 – Alt2	12 000

Źródło: dane historyczne łącznie dla banków giełdowych (PKO BP, mBank, Bank Millennium, BNP Paribas BP, Santander BP), sprawozdania finansowe banków i prognozy własne

Rekordowo wysokie koszty poniesione przez banki w 2023 r. spowodowały, że w kolejnych latach te koszty mogą być niższe. Prawdopodobnie 2025 r. będzie ostatnim z istotnymi kosztami kredytów mieszkaniowych w CHF.

**Tabela 5.** Wyniki prognoz scenariuszowych na rok 2024 i 2025 na tle rzeczywistych wyników w okresie 2022-2023

	12'2022	12'2023	Prognoza 2024	Prognoza 2025		
mln zł				Bazowy	Alt 1	Alt 2
Przychody z tytułu odsetek	119 352	166 517	173 249	160 752	164 481	159 412
- zmiana r/r	133,6%	39,5%	4,0%	-7,2%	-5,1%	-8,0%
Koszty z tytułu odsetek	43 323	71 002	67 082	59 709	62 051	59 480
- zmiana r/r	865,8%	63,9%	-5,5%	-11,0%	-7,5%	-11,3%
Wynik z tytułu odsetek	76 029	95 515	106 166	101 043	102 430	99 931
- zmiana r/r	63,1%	25,6%	11,2%	-4,8%	-3,5%	-5,9%
Wynik z tytułu opłat i prowizji	18 456	18 719	19 749	20 662	20 616	20 726
- zmiana r/r	7,6%	1,4%	5,5%	4,6%	4,4%	5,0%
Koszty działania	52 981	50 844	55 887	59 672	59 960	59 540
- zmiana r/r	32,1%	-4,0%	9,9%	6,8%	7,3%	6,5%
Wynik z tyt. odpisów na NPL	8 941	7 141	7 473	7 541	7 732	7 343
- zmiana r/r	25,1%	-20,1%	4,6%	0,9%	3,5%	-1,7%
Koszty z tyt. ryzyka prawnego (rezerwy)	6 547	16 602	12 330	10 000	8 000	12 000
- zmiana r/r	-21,3%	153,6%	-25,7%	-18,9%	-35,1%	-2,7%
Wynik z działalności operacyjnej	20 873	41 980	52 279	48 328	49 828	44 744
- zmiana r/r	77,4%	101,1%	24,5%	-7,6%	-4,7%	-14,4%
Zysk / strata netto	12 482	28 040	39 296	36 307	37 569	33 102
- zmiana r/r	108,8%	124,6%	40,1%	-7,6%	-4,4%	-15,8%
NIM	3,18%	3,69%	3,93%	3,39%	3,44%	3,34%
- zmiana r/r	1,1 p.p.	0,5 p.p.	0,2 p.p.	-0,5 p.p.	-0,5 p.p.	-0,6 p.p.
ROE*	6,52%	12,24%	16,13%	14,32%	14,82%	13,06%
- zmiana r/r	3,4 p.p.	5,7 p.p.	3,9 p.p.	2,1 p.p.	2,6 p.p.	0,8 p.p.
ROA	0,46%	0,93%	1,19%	1,03%	1,07%	0,93%
- zmiana r/r	0,2 p.p.	0,5 p.p.	0,3 p.p.	0,1 p.p.	0,1 p.p.	0,0 p.p.
Kredyty dla przedsiębiorstw i klientów indywidualnych	1 132 284	1 121 399	1 169 007	1 216 045	1 233 354	1 239 391
- zmiana r/r	-1,4%	-1,0%	4,2%	4,0%	5,5%	6,0%
Depozyty przedsiębiorstw niefinansowych	464 663	505 257	510 309	525 619	528 170	530 722
- zmiana r/r	11,6%	8,7%	1,0%	3,0%	3,5%	4,0%
Depozyty gospodarstw domowych	1 094 387	1 217 961	1 315 397	1 394 321	1 374 590	1 394 321
- zmiana r/r	3,3%	11,3%	8,0%	6,0%	4,5%	6,0%
Aktywa ogółem	2 741 089	3 010 928	3 314 846	3 535 943	3 517 289	3 560 882
- zmiana r/r	6,5%	9,8%	10,1%	6,7%	6,1%	7,4%
Kapitały własne (bilansowe)	204 002	257 207	282 974	289 861	291 123	286 657
- zmiana r/r	2,2%	26,1%	10,0%	2,4%	2,9%	1,3%
Kapitały własne (CRR)	217 665	244 747	253 026	263 281	263 281	263 281
- zmiana r/r	-0,1%	12,4%	3,4%	4,1%	4,1%	4,1%
TRE	1 117 956	1 126 654	1 185 213	1 232 903	1 250 452	1 256 573
- zmiana r/r	-1,4%	0,8%	5,2%	4,0%	5,5%	6,0%
TCR	19,47%	21,72%	21,35%	21,35%	21,05%	20,95%
- zmiana r/r	0,2 p.p.	2,3 p.p.	-0,4 p.p.	0,0 p.p.	-0,3 p.p.	-0,4 p.p.

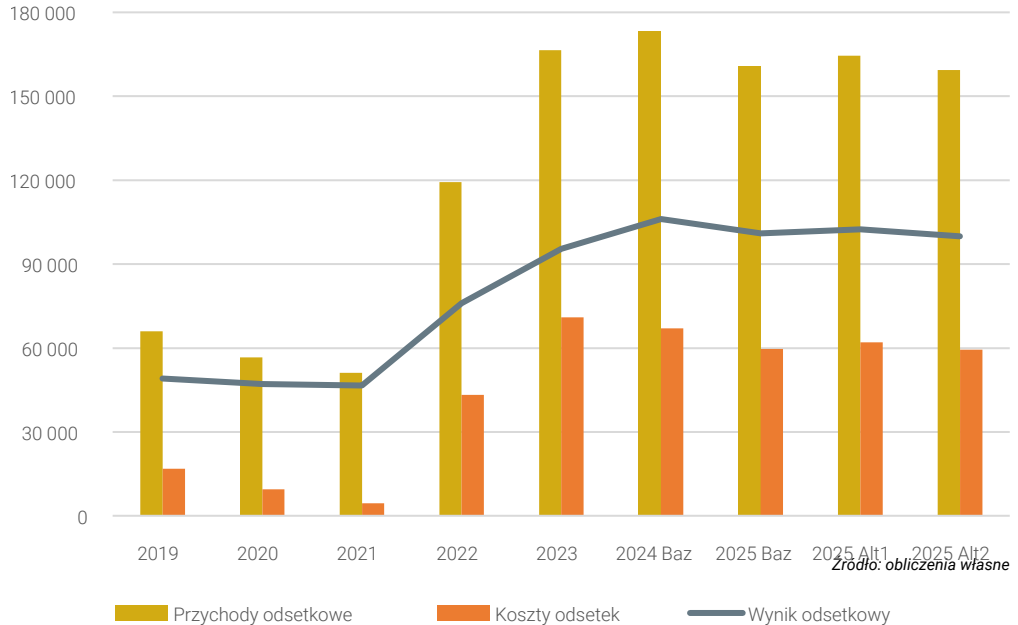
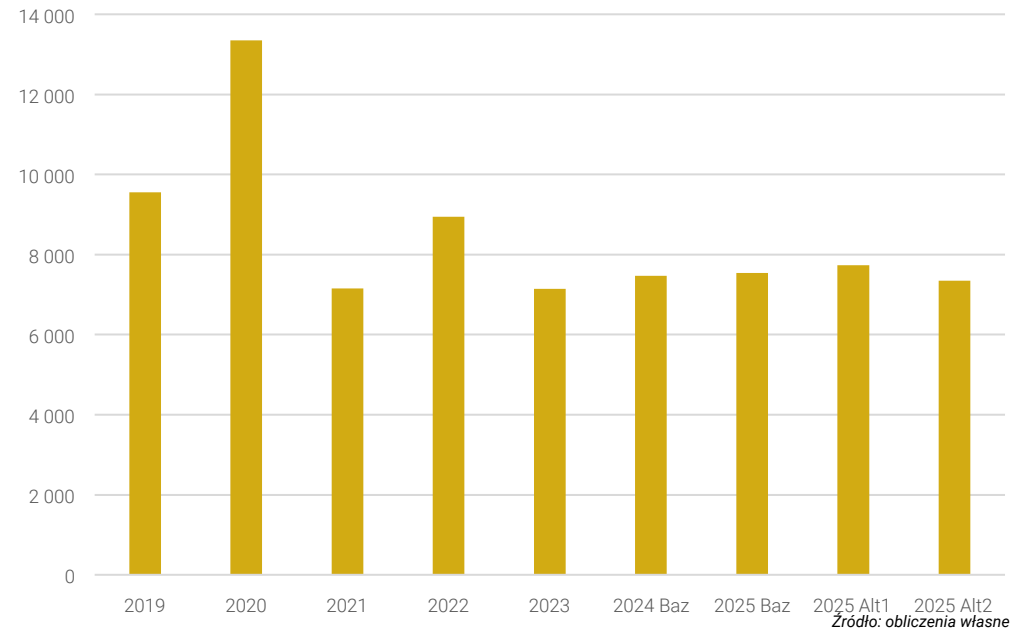
* Podstawą obliczenia są kapitały własne (bilansowe) pomniejszone o zysk okresu bieżącego
Źródło: UKNF, obliczenia własne

**Przychody,
koszty, wynik
odsetkowy**

- **przychody odsetkowe:** 2024 r. na poziomie o 4% wyższym w porównaniu z 2023, w roku 2025 spadek o 5,1-8,0% r/r, proporcjonalnie do założeń o kształtowaniu się stóp procentowych
- **koszty odsetkowe:** spadek - o ok. 5,5% w 2024 r. i o 7,5-11,3% w 2025 r.
- **wynik z tytułu odsetek:** w 2024 r. wyższy o 11%, w 2025 r. spadek o 3,5% w wariantcie Alt1 (wobec niewielkiej redukcji stopy referencyjnej NBP) i głębsze spadki (odpowiednio o 4,8% i 5,9%) w wariantcie bazowym i Alt2

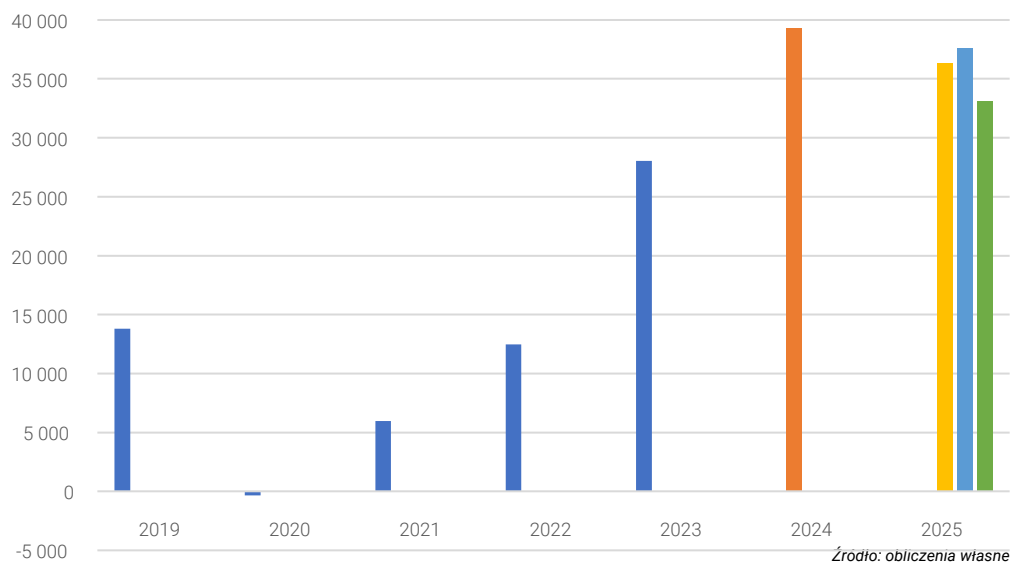
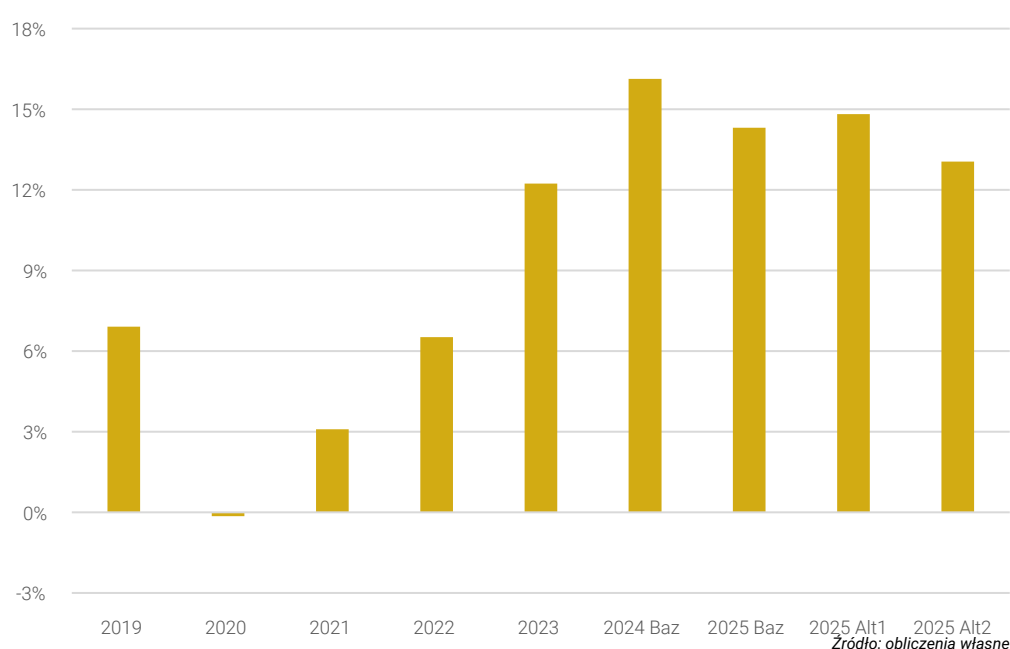
**Wynik z tytułu
odpisów na straty
kredytowe**

- 2024: wzrost kosztu o 4,6% r/r (w stosunku do 2023 r.)
- 2025: stabilizacja lub obniżenie kosztu
 - +0,9% r/r w wariantcie bazowym,
 - +3,5% r/r w wariantcie Alt1 (przy pesymistycznych założeniach makroekonomicznych)
 - spadek o 1,7% w wariantcie Alt2 (przy optymistycznych założeniach makroekonomicznych)

SEKTOR BANKOWY - prognoza wyniku w 2024 i 2025 r.**Rys. 6.** Przychody odsetkowe, koszty odsetek i wynik odsetkowy w latach 2019-2023 i w prognozie na lata 2024-2025 (mln zł)**Rys. 7.** Poziom oczekiwanych strat kredytowych w latach 2019-2023 i w prognozie na lata 2024-2025 (mln zł)

**Zysk i rentowność**

- 2024: umiarkowany wzrost podstawowych pozycji przychodów i kosztów przyniesie wynik finansowy w 2024 r. na poziomie 39,3 mld zł (+40,1% r/r), o ile nie nastąpi silniejsze zwiększenie kosztów ryzyka prawnego
- 2025: sytuacja zależna od kierunku i natężenia zmian w polityce pieniężnej NBP, decydujących o kształtowaniu się rynkowych stóp procentowych, a także kosztów ryzyka prawnego
- przy jednoczesnym zwiększeniu funduszy własnych stopa ROE, pozostaje na dwucyfrowym poziomie (rok 2024: 16%, rok 2025: 14,3% w wariantie bazowym, 14,8% w wariantie Alt1 i 13,1% w wariantie Alt2)

SEKTOR BANKOWY - prognoza wyniku w 2024 i 2025 r.**Rys. 8.** Zys netto sektora bankowego w latach 2019-2023 i w prognozie na lata 2024-2025 (mln zł)**Rys. 9.** ROE sektora bankowego w latach 2019-2023 i w prognozie na lata 2024-2025



Komentarz

- III kwartał 2024 r. przyniósł osłabienie koniunktury gospodarczej, z wolniejszym tempem wzrostu PKB, niższą dynamiką konsumpcji, nakładów na środki trwałe i eksportu. Utrzymująca się inflacja niweluje pozytywny wpływ wzrostu świadczeń socjalnych (800 plus), płacy minimalnej i emerytur. W tych warunkach rośnie zdolność kredytowa gospodarstw domowych, czego przejawem jest widoczny trend wzrostowy kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych, ale zapotrzebowanie na kredyty ze strony przedsiębiorstw (zwłaszcza na kredyty inwestycyjne) raczej pozostanie umiarkowane.
- Utrzymanie stóp procentowych NBP od października 2023 r. na niezmiennym poziomie przynosi sektorowi bankowemu znaczące korzyści. Przychody odsetkowe utrzymują się na stabilnie wysokich poziomach, nadpłynność sektora bankowego nie zmusza do konkurencji o depozyty klientów za pomocą zwiększania kosztów ich oprocentowania. Niewielkie obniżki stóp oprocentowania kredytów i brak wyraźnego wzrostu wolumenu kredytów, są zawiązką rekompensowane przez wzrost wolumenu odsetkowego z instrumentów dłużnych znajdujących się w portfelach banków.

W tabeli 6 przedstawiono kształtowanie się przychodów odsetkowych z kredytów i instrumentów dłużnych w siedmiu bankach giełdowych w I-III kwartałach 2024 r. w porównaniu z tym samym okresem 2023 r.

Tabela 6. Struktura przychodów odsetkowych banków giełdowych w I połowie 2023 r i 2024 r.

	2024.I-III kw.		2023.I-III kw.		Zmiana 2024/2023	
	Instrumenty dłużne	Kredyty	Instrumenty dłużne	Kredyty	Instrumenty dłużne	Kredyty
PKO BP	6 174	15 025	4 948	15 683	24,78%	-4,20%
Bank Pekao SA	3 919	8 339	3 211	8 715	22,05%	-4,31%
Santander BP	2 318	9 551	1 927	9 699	20,29%	-1,53%
mBank	2 082	7 777	1 975	8 161	5,42%	-4,71%
Bank Millennium	1 723	4 465	1 011	4 989	70,43%	-10,50%
ING Bank Śląski	2 087	6 086	1 821	6 037	14,61%	0,81%
BNP Paribas BP	1 284	5 018	1 015	5 420	26,50%	-7,42%
Razem	19 587	56 261	15 908	58 704	23,13%	-4,16%

Źródło: sprawozdania finansowe banków i obliczenia własne.

W każdym z banków osiągnięto wzrost przychodów odsetkowych z instrumentów dłużnych, ogółem był to wzrost o ponad 23%, podczas gdy przychody odsetkowe z kredytów spadły o ok. 4%. Szacujemy, że w 2024 r. udział przychodów odsetkowych z instrumentów dłużnych w całości przychodów odsetkowych sięgnie 25% wobec 19% w 2022 r.

- W przypadku kosztów odsetkowych można natomiast zaobserwować rysujący się trend spadkowy wynikający z malejącego oprocentowania depozytów. Relacja kosztów odsetkowych do przychodów odsetkowych sektora zmniejszyła się z ok. 43% w 2023 r. do 38,6% na koniec listopada 2024 r. Wynik z tytułu odsetek powinien więc ostatecznie kształtować się w 2024 roku na poziomie ok. 9-10 mld zł wyższym niż w 2023 r. W 2025 r. wynik odsetkowy będzie niższy o ok. 5 mld zł niż w 2024 r, ale nadal wyższy niż w 2023 r. mimo spodziewanego spadku stóp procentowych. Wynikać to będzie z niskiej skali obniżek i ich wprowadzenia w trakcie roku, co osłabi efekt oddziaływania na wynik całego 2025 r.



- Poziom kosztów działania banków w prognozowanym okresie może wzrastać proporcjonalnie do inflacji, zaś koszty pracownicze pozostaną dodatkowo pod wpływem tempa zmian płacy minimalnej.
- Obciążenia regulacyjne w 2024 r. pozostają niższe niż w 2023 r. (brak składek na fundusz gwarancyjny banków i Fundusz Wsparcia Kredytobiorców), ale w 2025 r. sytuacja może ulec zmianie: spodziewany jest wyższy poziom składek na BFG ze względu na wspomnianą wyżej konieczność uzupełnienia funduszu gwarancyjnego banków, gdyby w wyniku wzrostu wolumenu depozytów gwarantowanych poziom ich zabezpieczenia miał się obniżyć poniżej docelowego wskaźnika 1,6%. Natomiast stworzenie możliwości wykorzystanie FWK do wsparcia kredytobiorców, którzy ucierpieli w wyniku powodzi, może spowodować konieczność jego uzupełnienia w trybie składek ex post.
- Spodziewana jest poprawa w obszarze ryzyka kredytowego – zarówno w przypadku wolumenu należności w fazie 2 i w fazie 3, jak też w przypadku wyniku z tytułu utraty wartości należności.
- Problemem pozostaje spodziewany nadal duży koszt ryzyka prawnego związanego z walutowymi kredytami hipotecznymi, który istotnie zmniejsza wynik finansowy sektora. W 2025 r. koszty z tego tytułu będą nadal istotnym kosztem dla banków, jeśli zwiększy się skala roszczeń klientów, którzy już spłacili kredyty;
- Ostatecznie wysoki wynik odsetkowy pozwoli sektorowi bankowemu na osiągnięcie w roku 2025 zysku netto na poziomie 33-37 mld zł zależnie od scenariusza, a więc mniejszego niż w 2024 r., ale znacznie lepszego niż w latach wcześniejszych. Stopa zwrotu z kapitału ROE znajdzie się w przedziale ok. 13%-15%;
- Warto zauważyć istotny przyrost kapitałów sektora poprzez zasilenie z osiągniętych zysków i wzrostu cen obligacji wpływających na wzrost kapitału z aktualizacji wyceny. W związku z tym adekwatność kapitałowa prognozowana na 2025 rok jest na stosunkowo wysokim poziomie (łączny współczynnik kapitałowy na poziomie 21,0-21,3% z uwzględnieniem już wypłat dywidend na poziomie 70%-75% zysków), z istotną nadwyżką względem minimalnych wymagań CRR. Stanowi to dobrą bazę dla istotnego zwiększenia aktywności kredytowej w kolejnych latach w przypadku wzrostu popytu.
- Wprowadzenie Wskaźnika Finansowania Długoterminowego od 2026 r. wraz ze zwiększeniem wymogu kapitałowego z tytułu wzrostu poziomu bufora antycyklicznego z 0% do 1% w 2025 r i prawdopodobnie o kolejny 1 p.p. w 2026 r., spowoduje, że banki będą musiały w 2025 r. pracować nad pozyskaniem kapitału, co zwiększy nieco ich koszty. Nie powinno to jednak stanowić istotnego obciążenia banków ze względu na prognozowane w 2025 r. zyski oraz konsekwentne budowanie bufora instrumentów MREL. Odnotować należy też pierwszą emisję obligacji kapitałowych o wartości 1,5 mld zł przeprowadzoną przez mBank i uzyskaną już zgodę KNF na zaliczenie tych instrumentów do kapitału AT1 banku. W tym przypadku koszt kapitału będzie jednak wysoki ze względu na oprocentowanie wynoszące 10,63% (przez pierwsze 5 lat).



Porównanie scenariusza bazowego bieżącej prognozy ze scenariuszem bazowym prognozy poprzedniej

Tabela 7 stanowi formalne porównanie bieżącej prognozy wyniku na rok 2024 ze scenariuszem bazowym prognozy przedstawionej w raporcie WIB PAB 18/2024 z października 2024 r.

Tabela 7. Aktualna prognoza wyników za rok 2024 a poprzednia prognoza

Prognoza wyników za rok 2024 (mln zł)	Prognoza aktualna	Prognoza - Raport 2q'2024 (Wariant Bazowy)	Różnica prognoz	Różnica %
Przychody z tytułu odsetek	173 249	169 420	3 829	2,3%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	4,0%	1,7%		
Koszty z tytułu odsetek	67 082	64 484	2 598	4,0%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	-5,5%	-9,2%		
Wynik z tytułu odsetek	106 166	104 936	1 231	1,2%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	11,2%	9,9%		
Wynik z tytułu opłat i prowizji	19 749	19 711	38	0,2%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	5,5%	5,3%		
Koszty działania	55 887	55 935	-48	-0,1%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	9,9%	10,0%		
Odpisy z tyt. utraty wartości NPL	7 473	7 900	-427	-5,4%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	4,6%	10,6%		
Koszty z tyt. ryzyka prawnego (rezerwy)	12 330	16 000	-3 670	-22,9%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	-25,7%	-3,6%		
Zysk / strata netto	39 296	33 535	5 761	17,2%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	40,1%	19,6%		
Aktywa	3 314 846	3 266 880	47 966	1,5%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	10,1%	8,5%		
ROE	16,13%	14,01%	2,11 p. p.	
Zmiana względem poziomu z 2023r.	3,89 p.p.	1,78 p.p.		
ROA	1,19%	1,03%	0,16 p. p.	
Zmiana względem poziomu z 2023r.	0,25 p.p.	0,10 p.p.		
Kwota ekspozycji ważonej ryzykiem	1 185 213	1 200 198	-14 985	-1,2%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	5,2%	6,5%		
Fundusze własne	253 026	249 198	3 828	1,5%
Zmiana względem poziomu z 2023r.	3,4%	1,8%		
Współczynnik TCR	21,35%	20,76%	0,59 p. p.	
Zmiana względem poziomu z 2023r.	-0,37 p.p.	-0,96 p.p.		

Źródło: Obliczenia własne



Podstawowe różnice między prognozami oraz ich konsekwencje

W warunkach stabilnej stopy interwencyjnej NBP i stóp rynku pieniężnego obecna prognoza jest bardziej optymistyczna w aspekcie wyniku odsetkowego i zysków

- brak obniżki stóp procentowych przekłada się na wyższe przychody i koszty odsetkowe – ostatecznie prognoza wyniku odsetkowego jest wyższa o 1,2%;
- wynik z tytułu opłat i prowizji oraz oszacowanie kosztów działania banków pozostają porównywalne z poprzednią prognozą;
- po uwzględnieniu znaczących kosztów ryzyka prawnego w III kwartale b.r. przyjmujemy, że nie ulegną one do końca roku istotnemu zwiększeniu i zamkną się w rocznej kwocie 12,3 mld zł (rezerwy);
- wobec wyższego w porównaniu z poprzednią prognozą poziomu wyniku z tytułu odsetek i niższego kosztu ryzyka prawnego, można się spodziewać wyższego poziomu zysku netto, z przełożeniem na wyższe stopy zwrotu z kapitału (ROE) i z aktywów (ROA);
- wyższa prognoza funduszy własnych w połączeniu ze obniżeniem łącznej ekspozycji na ryzyko skutkuje poziomem współczynnika kapitałowego TCR wyższym o ponad 0,5 punktu procentowego.

4. FINANSOWANIE INWESTYCJI PRZEZ SEKTOR BANKOWY WOBEC POTRZEB POLSKIEJ GOSPODARKI I WYZWAŃ MAKROEKONOMICZNYCH





Wstęp

Od Wielkiego Kryzysu Finansowego (WKF, lata 2008-09) coraz więcej ekonomistów zaczęło wskazywać na niskie stopy: oszczędności krajowych i inwestycji w Polsce jako jedno z zagrożeń dla przyszłego, długookresowego wzrostu gospodarczego. W tym samym czasie jedna z najniższych stóp inwestycyjnych w UE – polska – kontrastowała z jedną z najwyższych w niej stóp wzrostu gospodarczego. Kontynuacja podobnych tendencji w przyszłości jest raczej mało prawdopodobna. Trudno bowiem oczekiwać, że inne czynniki wzrostu gospodarczego: praca (tu mamy z kolei problemy demograficzne i migracyjne), postęp technologiczny, organizacyjny etc. skompensują brak większego niż w latach po WKF popytu inwestycyjnego.

W tym opracowaniu opisano tendencje i wahania popytu inwestycyjnego oraz sposoby finansowania inwestycji. Analiza ma charakter makroekonomiczny, ale jej celem nie jest wyodrębnianie czynników wpływających na popyt inwestycyjny, lecz zbadanie źródeł finansowania inwestycji (przyjmując wszakże, iż sposób finansowania może mieć także bezpośredni wpływ na popyt inwestycyjny).

W opracowaniu skoncentrowano się na określeniu podstawowych źródeł finansowania, przede wszystkim w sektorze prywatnym, obejmującym gospodarkę Polski z wyłączeniem sektora finansów publicznych (SFP).

Niestety informacje o finansowaniu inwestycji są zbierane przez różne instytucje i nie są jednoznaczne. Przyjęto więc upraszczające założenia, a sporządzone na ich podstawie szacunki są obciążone nie do końca określonymi błędami.

Opracowanie składa się ze wstępu, czterech podrozdziałów, zakończenia i załącznika zawierającego trzy przeglądowe tabele. W I podrozdziale skrótowo omówiono historię dotychczasowych czterech spójności w polskim cyklu koniunkturalnym, ze szczególnym uwzględnieniem zmian w dynamice PKB. W drugim przeanalizowano zmiany stóp oszczędności krajowych, akumulacji i inwestycji, trzecim – odpowiednio strukturę nakładów inwestycyjnych, a w ostatnim, czwartym – źródła finansowania inwestycji.

Analiza obejmuje lata 2004-23 – okres obejmujący członkostwo w Unii Europejskiej (UE) – a w niektórych przypadkach także 1995-2023. Wcześniejsze

dane są albo niedostępne, albo nieporównywalne i niespójne.

4.1. Krótka historia polskiego cyklu koniunkturalnego

Po wyborach z 4 czerwca 1989 roku rozpoczęła się transformacja polskiej gospodarki. Najpierw 1 stycznia 1990 roku – poprzez najbardziej radykalną reformę gospodarczą wśród krajów Europy Centralnej i Wschodniej – wprowadzono podstawowe instytucje regulacyjne gospodarki rynkowej i stworzono podwaliny nowoczesnego systemu gospodarczego. Ustabilizowanie złotego wraz z liberalizacją gospodarki umożliwiło eliminację hiperinflacji. Krótkookresowym skutkiem reformy była tak zwana recesja transformacyjna, trwająca do połowy 1992 roku. Po jej zakończeniu, polska gospodarka przeżyła – jeden z najdłuższych w światowej historii – okres nieprzerwanego wzrostu (28 lat) zakończony raptownym, spowodowanym pandemią COVID, jego zahamowaniem i spadkiem.

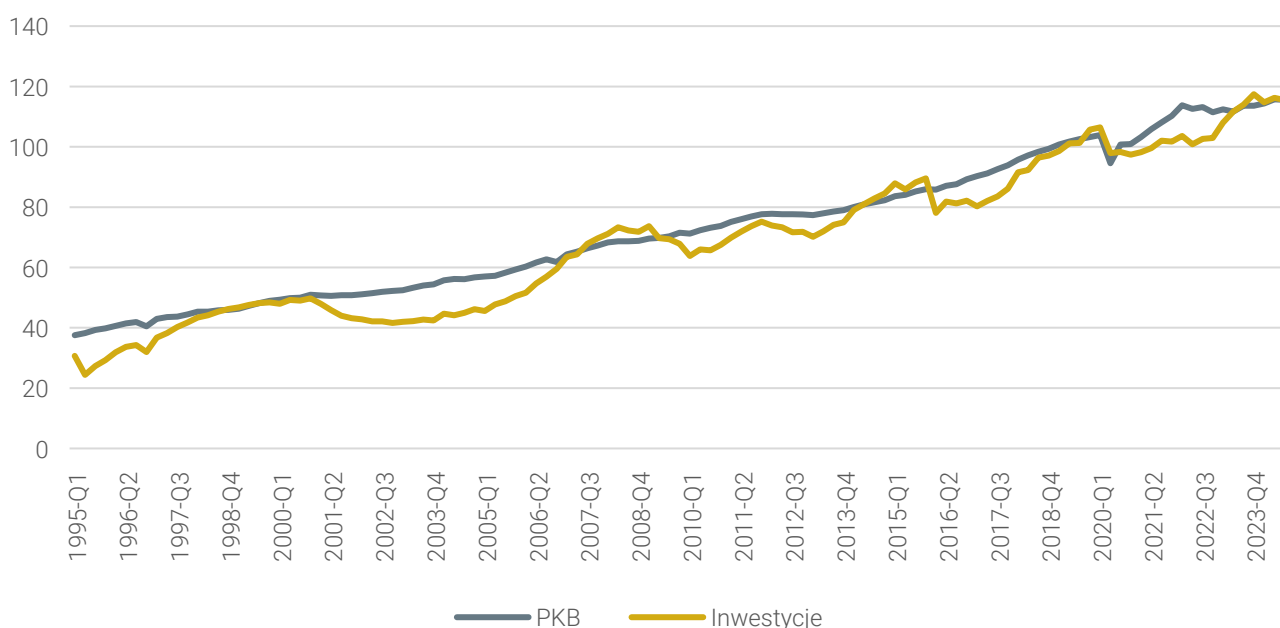
Oprócz skutecznie wprowadzonej reformy, szybki wzrost gospodarczy – jeden z najwyższych w Europie – zapewniały relatywnie wysokie kwalifikacje kadry menadżerskiej i pracowników, błyskawiczna zmiana struktury właścicielskiej w przemyśle, usługach i sektorze finansowym, a nieco później znaczny napływ kapitału zagranicznego.

Brak recesji nie oznaczał jednak braku wahań tempa wzrostu. Ponadto wg ostatnio opublikowanych (listopad 2024 roku) przez GUS, a także EUROSTAT kwartalnych rachunków narodowych dwa razy odnotowano tzw. techniczną recesję – tzn. dwa kolejne kwartały spadku PKB kwartał do kwartału (kw/kw, dane odsezonowane): w I i II kwartale 2001 roku oraz w IV kwartale 2012 i I kwartale 2013 roku.

Analizy szeregów czasowych PKB i inwestycji wskazują na w miarę regularne wahania cykliczne, wg M. Pipienia (2022):

- dla PKB: cykl długookresowy 10 lat i 1 miesiąc oraz średniookresowy 3 lata 9 miesięcy;
- dla inwestycji: cykl długookresowy 8 lat i 3 miesiące; średniookresowy 3 lata 9 miesięcy.

Z kolei szczegółowa analiza makroekonomiczna pozwala od 1992 roku na wyróżnienie 4 okresów spójności gospodarczych, definiowanych jako

**Wykres 1.** PKB i nakłady brutto na środki trwałe w latach 1995-2023; 2020=100; (przeciętne ceny z 2020 roku).

Źródło: Baza statystyczna EUROSTAT-u.

Uwaga: PKB – produkt krajowy brutto; Inwestycje – skrót od kategorii statystycznej nakłady brutto na środki trwałe

znaczące obniżenie rocznego tempa wzrostu PKB w porównaniu z poprzedzającym je okresem „ekspansji gospodarczej”:

I spowolnienie w latach 2001-03, gdy przeciętne roczne tempo wzrostu PKB wyniosło 2,21% obniżając się z 5,28% w okresie 1996-2000, a popytu krajowego odpowiednio 0,83 i 6,55%;

II spowolnienie w latach 2009-10, gdy przeciętne roczne tempo wzrostu wyniosło 2,89% obniżając się z 5,13% w okresie 2004-08, a popytu krajowego odpowiednio 1,74 i 6,03%;

III spowolnienie w latach 2012-13, gdy przeciętne roczne tempo wzrostu wyniosło 1,10% obniżając się z 4,21% w okresie 2010-11, a popyt krajowy rósł odpowiednio o -0,64 i 6,55%;

IV spowolnienie a właściwie okres turbulencji - rozpoczęte w II połowie 2019 roku spadkiem dynamiki wzrostu gospodarczego, nieoczekiwane wzmocnione recesją „Covidową” w 2020, po czym odbudową gospodarki w 2021, wojną w Ukrainie rozpoczętą 24 lutego 2022 i ponownym spowolnieniem gospodarki w 2023 roku. Poprzedzało je **przeciętne roczne tempo wzrostu 4,75% w okresie 2016-19; a przeciętne roczne tempo wzrostu w latach 2020-23 wyniosło 2,51%. Popyt krajowy rósł odpowiednio o 4,45 i 1,76%.**

Pomimo sukcesów gospodarczych, według oficjalnych rachunków narodowych, polska gospodarka z 22-go miejsca w UE w 1995 roku - wykorzystując PKB *per capita* wg rynkowego kursu wymiany złotego - i 23-go w 2004 spadła na 24 w 2023 roku. Wykorzystując do porównań siłę nabywczą złotego zarówno w 1995, jak i w 2023 roku była na 22 miejscu spośród krajów Unii Europejskiej (do porównania wykorzystano 27 krajów członkowskich – wg stanu na 30 czerwca 2020 roku). Należy przy tym zauważyć, iż relacje absolutne uległy w tym okresie istotnemu zawężeniu:

- z 19% średniego w UE PKB *per capita* wg rynkowych kursów wymiany w 1995 do odpowiednio 52% w 2023 roku;

- z 44% średniego w UE PKB *per capita* wg PPP (*purchasing power parity*) w 1995 do 77% w 2023 roku.

Odpowiednie porównania Polską a Niemcami wyniosły: **12 i 40%** wg kursów rynkowych oraz **33 i 67%** wg PPP.

Podobnie jak w przypadku PKB *per capita* Polska jest na jednym z ostatnich miejsc w Unii Europejskiej zarówno w makroekonomicznej stopie oszczędzania jak i stopie nakładów inwestycyjnych (por. Tabelę 1).

**Tabela 1.** Oszczędności krajowe, akumulacja i inwestycje w Polsce, ranking w UE, w latach 1995-2023

	1995	1999	2004	2008	2015	2019	2023
Oszczędności	20	18	26	20	22	22	22
Akumulacja	23	8	25	16	17	21	26
Inwestycje	24	9	27	18	15	20	25

Źródło: Obliczenia własne; dane pierwotne – baza statystyczna EUROSTAT-u

Uwagi: Oszczędności – skrót od oszczędności krajowe brutto; Akumulacja – skrót od akumulacja brutto; Inwestycje – skrót od nakłady brutto na środki trwałe.

Najlepszą pozycję Polska osiągnęła w 1999 roku. Była to kombinacja napływu kapitału zagranicznego i jednej z najwyższych stóp oszczędności krajowych w historii polskiej gospodarki rynkowej (por. Tabelę A1). Jednocześnie w 1999 roku również stopa inwestycji prywatnych była najwyższą w po-transformacyjnej historii (por. Tabelę A2). Zapewne przyczynili się do tego w dużym stopniu inwestorzy zagraniczni, dla których w tym czasie nie tylko Polska ale też inne kraje Europy Środkowo-Wschodniej były wyjątkowo atrakcyjne inwestycyjnie.

Najgorsza sytuacja miała miejsce w 2004 roku, roku akcesji do Unii Europejskiej. Wówczas stopa oszczędności krajowych spadła do najniższego poziomu w badanym okresie, a rankingi analizowanych miar również były najniższe. Relatywna poprawa miała miejsce do 2015 roku, a w 2023 rankingi akumulacji i inwestycji ponownie powróciły na pozycje z 2004 roku.

I Spowolnienie (2001-02) i jego przyczyny

Do pierwszego po-transformacyjnego spowolnienia doszło 11 lat od rozpoczęcia transformacji gospodarczo-polityczno-społecznej. Dwa pierwsze lata (1990-91) obejmowały, jak już wcześniej wspomniano, głęboką recesję transformacyjną, a następne 9 lat to okres najdłuższej ekspansji gospodarczej (1992-2000).

Po uporządkowaniu zadłużenia zagranicznego (do 1994 roku), schedy po PRL i rozpoczęciu negocjacji akcesyjnych z Unią Europejską zaczęła się zmniejszać „swoboda gospodarcza”. W zamian wprowadzono rozwiązania regulacyjne powszechnie stosowane w krajach unijnych. Coraz większą rolę zaczęły odgrywać bank centralny i centralne instytucje rządowe.

Ukonstytuowana w 1998 roku, w ramach Narodowego Banku Polskiego Rada Polityki Pieniężnej (RPP) przejęła zarządzanie polityką monetarną. O ile poli-

tyką pieniężną zarządzał niezależny bank centralny i była jasno ustalona odpowiedzialność i cel (inflacja), to takiej jednoznaczności w przypadku polityki gospodarczej nie było i do tej pory nie ma.

W okresie tuż przed **I Spowolnieniem**, nowo ukonstytuowana RPP podnosząc stopy procentowe (w czasie, gdy gospodarka światowa wyraźnie spowalniała, a w Europie i USA wystąpiła recesja) znacząco zwiększyła restrykcyjność polityki pieniężnej. Motywacją była wciąż wysoka, ale już od połowy lat 90-tych stopniowo obniżająca się inflacja, a także wysokie ujemne saldo na rachunku bieżącym w bilansie płatniczym. Według RPP świadczyło to o nadmiernym wzroście popytu krajowego. W tym samym okresie nieco zaostrzono politykę fiskalną.

Kombinacja tak prowadzonych polityk gospodarczych doprowadziła do znaczącego zaostrzenia ogólnego stopnia restrykcyjności polityki gospodarczej. Koszty tak prowadzonej polityki były znaczne: społeczne – to wysokie, jedno z najwyższych w Europie bezrobocie, gospodarcze – to zmniejszenie dynamiki gospodarczej. Korzyści – to zmniejszenie niektórych nierównowag: jak pokazuje historia trwałe obniżenie inflacji (aż do **IV spowolnienie**) i czasowe saldo na rachunku bieżącym w bilansie płatniczym.

II Spowolnienie (2008-09) i jego przyczyny

Poprzedzone było zapewne najlepszym okresem w rozwoju gospodarki polskiej w ostatnim 30-leciu. Gospodarka, z wyjątkiem 2005 roku, kiedy lekko przyhamowała, przyspieszała i wydawało się, iż nic nie zagrazi podstawowemu celowi – szybkiemu osiągnięciu poziomu życia mieszkańców krajów „starej unii”.

Przeszkodził czynnik *stricte* zewnętrzny - Wielki Kryzys Finansowy (WKF). Zawiorowania w amerykań-



skim sektorze bankowym wywołały pierwszy impuls recesyjny – spadek popytu krajowego w Stanach Zjednoczonych.

Szczególne rola dolara, dominujący udział inwestorów amerykańskich w globalnych obrotach kapitałowych, bardzo szybki wzrost pozabilansowych instrumentów finansowych (w tym bardzo ryzykownych, wykorzystywanych na rynku kredytów hipotecznych) spowodowały, że amerykańskie problemy szybko przeniosły się na światowe rynki finansowe.

Skala poniesionych przez inwestorów strat i raptownego skurczenia płynności na rynku amerykańskim doprowadziła do delewarowania pozycji inwestycyjnych na innych rynkach, co z kolei załamało giełdy kapitałowe na całym świecie. W tym samym czasie doszło do globalnego zacieśnienia kredytowego. Przy tym ze względu na globalny charakter i informatyzację rynku finansowego zacieśnienie miało miejsce nawet tam, jak w Polsce, gdzie wcześniejsze poluzowanie kredytowe było umiarkowane. A to wywołało wtórny impuls recesyjny, tym razem ogólnosiwiatowy.

Kryzys światowy dotknął Polskę dwoma kanałami: finansowym i handlowym. Kanał finansowy doprowadził do gwałtownego osłabienia złotego, wstrzymania dopływu zagranicznego kapitału prywatnego oraz drastycznego ograniczenia możliwości zewnętrznego finansowania działalności gospodarczej.

Natomiast kanał handlowy dotknął Polskę poprzez załamanie handlu światowego. W rezultacie zmniejszył się popyt krajowy, w pierwszej kolejności inwestycyjny. Ponadto zmniejszył się popyt na pracę, zahamowany został wzrost wynagrodzeń. Pojawiły się zatory płatnicze.

Remedium było pobudzenie fiskalne. Było na tyle duże, iż po rekordowym zmniejszeniu deficytu SFP do 1,9% PKB w 2007 roku, już w 2008 roku sięgnął on 3,6% - wielkość tylko nieco mniejszą niż w 2005, a w 2009 roku 7,2%.

II Spowolnienie oprócz wzrostu konsumpcji miało jeszcze jedną cechę charakterystyczną: największy od 1995 roku (od którego dostępne są oficjalne i porównywalne dane) wzrost nakładów na inwestycje publiczne, finansowanych w dużym stopniu przez bieżące i przyszłe (na które pożyczano) transfery unijne.

To, że technicznie nie było recesji (Polska była jedynym krajem z dodatnim wzrostem PKB w UE) nie

oznacza, że nie było wyraźnych symptomów recesyjnych. Zmalał eksport i inwestycje prywatne, a także znacząco zmniejszyły się dochody SFP.

Na tle silnego poluzowania fiskalnego NBP działał ostrożnie, ale też reagował szybciej niż Ministerstwo Finansów. Pierwszych obniżek stóp procentowych dokonano w listopadzie 2008, a cykl obniżek zakończono w czerwcu 2009 roku.

Ostrożność NBP oraz niechęć banków do kredytowania projektów inwestycyjnych wraz ze spadkiem zysków i ograniczeniem dostępu do innych źródeł finansowania zahamowały procesy inwestycyjne. Dotyczyło to na początku WKF sektorów eksportujących, zaopatrzenia i transportu. Spadek inwestycji odnotowano też w telekomunikacji, budownictwie i niektórych usługach rynkowych. Skurczył się rynek mieszkaniowy, ze względu na znacznie mniejszy popyt, ograniczany spadkiem nowych kredytów mieszkaniowych.

Sumując - o ile polityka gospodarcza przed kryzysem była zbyt ekspansywną, to w 2009 roku dobrane akomodowała skutki zaburzeń zewnętrznych (znacznego zmniejszenia eksportu).

III Spowolnienie (2012-13; after-shock po WLK)

W **III-cim Spowolnieniu** okres ekspansji był najkrótszy z analizowanych. Trwał tylko 2 lata. Polska gospodarka, po hamowaniu w 2009 roku, w następnym stosunkowo szybko dostosowała się do nowych warunków. Pomogła też polityka gospodarcza, *post factum* ocenić można, iż poziom jej restrykcyjności był zbyt niski. Dotyczyło to szczególnie polityki fiskalnej. Deficyt SFP był, podobnie jak w 2009 roku, jednym z najwyższych w UE (sięgając w 2009 i 2020 roku odpowiednio 7,2 i 7,4% PKB), a potrzeby pożyczkowe mimo finansowania z innych, niż dług SFP, źródeł niebezpiecznie rosły.

Rząd po niewczasie zdecydował się na zaostrezenie polityki fiskalnej, a NBP również podniósł podstawowe stopy procentowe. Kombinacja dwóch restrykcyjnych polityk wraz ze słabszą niż w latach 2009-10 recesją w „starych” krajach UE doprowadziły do najmocniejszego w po-transformacyjnej historii spowolnienia (była to bardzo podobna sytuacja, jak w przypadku **I Spowolnienia**). Odwrotnie niż w **II Spowolnieniu** przeciętne tempo wzrostu popytu krajowego spadło o 5 pkt. procentowych i było ujemne (gdy w pozostałych spowolnieniach było bliskie



zera, ale dodatnie). Dynamika spożycia była bliska zera i najniższa w porównaniu z poprzednimi spowolnieniami a dynamika nakładów na środki trwałe była ujemna podobnie jak w I Spowolnieniu.

Restrykcyjna polityka tuż przed i w trakcie III Spowolnienia pozwoliła na istotne zmniejszenie nierównowag w gospodarce. Ponownie udało się uniknąć recesji, a koszty społeczne – wzrost bezrobocia – były stosunkowo niewielkie. Dodatkowo dało Komisji Europejskiej podstawę do uchylecia w czerwcu 2015 roku procedury nadmiernego deficytu.

Podsumowując, polityka gospodarcza od zakończenia WFK była spójna: stopniowo zmniejszano deficyt SFP oraz utrzymywano wyższe niż w strefie Euro podstawowe stopy procentowe.

IV Spowolnienie (2020-23) okres turbulencji

Po wyborach do Sejmu i Senatu w 2015 roku w następnym roku zmieniły się tendencje rozwojowe w polskiej gospodarce; zmniejszyły się nakłady na środki trwałe, przede wszystkim w sektorze SFP; zmniejszyła się też dynamika spożycia gospodarstw domowych. Obniżenie aktywności gospodarczej było częściowo efektem zmian wprowadzonych przez zwycięski w wyborach PIS oraz negatywne efekty zakończenia finansowania w ramach unijnej Perspektywy Finansowej i trwało przez cały 2016 rok. Od następnego roku gospodarka przyspieszyła, podążając za ogólnoswiatowymi trendami.

Ożywieniu gospodarczemu towarzyszyły niskie poziomy nierównowag. Niska była inflacja (a w latach 2014-16 odnotowano nawet jej spadek). Bliskie zera, choć nadal ujemne, było saldo na rachunku bieżącym w bilansie płatniczym. Spadała stopa bezrobocia, osiągając rekordowo niskie poziomy. Tak dobre rezultaty osiągnięto dzięki sprzyjającej koniunkturze światowej i spójnej polityce gospodarczej. Zmniejszył się deficyt SFP, a podstawowe stopy procentowe od marca 2015 roku były niezmienione.

Po okresie ujemnej inflacji z roku na rok wskaźnik CPI przyspieszał. Od połowy 2019 roku pojawiły się także sygnały zwiastujące coraz bardziej prawdopodobne spowolnienie gospodarcze, od początku 2020 roku rozpoczęła się pandemia i w konsekwencji ostre hamowanie zarówno gospodarki światowej, jak i polskiej.

Szok podaży spowodowany pandemią doprowadził do spadku PKB w II kwartale 2020 roku o 9,0%

kw/kw i o 7,1% rok/rok. Już jednak w III kwartale polska gospodarka zaczęła odrabiać straty i cały rok skończył się spadkiem, ale jedynie o 2%. W kolejnym roku odnotowano wzrost o 6,9%, czyli średnie tempo wzrostu za 2 lata wyniosło 3,4%. Było to między innymi skutkiem wyraźnego poluzowania polityki gospodarczej. W polityce pieniężnej zastosowano nieużywany do tej pory instrument – poluzowanie ilościowe – skup przez NBP polskich obligacji skarbowych o wartości około 150 mld zł. Zastosowano także tradycyjne podejście – obniżono podstawowe stopy procentowe, w tym stopę referencyjną do 0,10% - najniższego poziomu w historii notowań. Ministerstwo Finansów (MF) zwiększyło subsydia dla sektora prywatnego. Ich wielkość mierzona relacją do PKB (około 8%) była największa w UE.

Jeśli zapoczątkowane w 2019 roku spowolnienie gospodarki nie byłoby zakłócone przez pandemię i tak znaczącą interwencję Centrum gospodarczego, wówczas można byłoby oczekiwać zmniejszenia przeciętnego tempa wzrostu do 1-2% i raczej umiarkowanej reakcji po stronie NBP i MF. Mniejsze byłyby koszty interwencji. Przy czym paradoksalnie z uwagi na przekroczenie w lutym 2020 roku celu inflacyjnego bardzo prawdopodobne mogłoby być zaostrożenie polityki pieniężnej. Zapewne dużo niższa byłaby inflacja, która – w wyniku reakcji Centrum, ale także importu z zewnątrz - swoje maksimum 18,4% osiągnęła w lutym 2023 roku.

Wysoka inflacja była krótkookresowo podporą polityki fiskalnej. Pozwoliła na wyższe dochody podatkowe, a wydatki niedotknięte wyższą indeksacją rosły mniej dynamicznie.

Ale wzrost inflacji wywołał oczywistą reakcję NBP. Od maja 2021 roku rozpoczęto cykl podwyżek stóp procentowych. Stopa referencyjna została podniesiona do 6,75% we wrześniu 2022 roku.

Kolejnym szokiem dla polskiej gospodarki stała się wojna ukraińsko-rosyjska (od 24 lutego 2022 roku). Postanowiono zwiększyć wydatki związane z obroną kraju, dodatkowo zwiększono wydatki socjalne, w tym również związane z obsługą uchodźców z Ukrainy. Ponadto 2023 i 2024 były latami wyborów, które dodatkowo zwiększyły wydatki SFP i przede wszystkim deficyt.

Wysoka inflacja miała negatywny wpływ na bilanse banków. Niskie początkowo stopy podstawowe NBP i tym samym obniżone stopy depozytów, ograniczały możliwy na nie popyt. To z kolei nie dało możliwo-



ści do zwiększania akcji kredytowej. Dodatkowym hamulcem był wprowadzony w 2016 roku podatek od aktywów (z wyłączeniem obligacji).

4.2. Oszczędności krajowe a inwestycje

W Tabeli 2 przedstawiono udział oszczędności krajowych, akumulacji i inwestycji w PKB w Polsce, w zdefiniowanych wcześniej czterech **Spowolnieniach**.

O ile w pierwszych latach po-transformacyjnych udział inwestycji sektora finansów publicznych (SFP) w Polsce był porównywalny z krajami „starymi”, to od akcesji do Unii Europejskiej w 2004 roku wyraźnie się zwiększył. W dużym stopniu odpowiadały za to transfery unijne (dotacje w ramach funduszy spójności w każdej Perspektywie Finansowej).

O ile w **I spowolnieniu** nie było jasno sprecyzowanej polityki inwestycji publicznych, o tyle w **II-im** poprzez wykorzystanie transferów unijnych i tworzenie specjalnych funduszy państwowych znacząco

zwiększono wydatki na inwestycje w SFP, szczególnie w jego części centralnej (w tym okresie Polska miała jeden z najwyższych udziałów inwestycji SFP w PKB wśród krajów Unii Europejskiej) - por. Tabelę A2 w Załączniku.

Od momentu wejścia do Unii Europejskiej wahania dynamiki transferów w ramach Perspektyw Finansowych były odpowiedzialne za dodatkowe zakłócania w tendencjach ogólnych nakładów inwestycyjnych. Relatywnie większe były nakłady pod koniec Perspektywy Finansowej (T-7; T+2; gdzie T-okres kończący perspektywę finansową, na przykład 2013 lub 2020), a mniejsze na jej początku. Takim spektakularnym przykładem może być rok 2016, gdy inwestycje zmniejszyły się o 8,2%, ale w SFP zmniejszyły się o prawie 24% (część tego spadku to również efekt działania nowo wybranego w 2015 roku rządu PIS).

Ten mankament jak do tej pory nie został usunięty. Można byłoby to zrobić bądź przez inne ułożenie finansowania projektów, zwiększając rolę finansowania krajowego na początku perspektyw i zmniejszając

Tabela 2. Oszczędności krajowe i inwestycje w Polsce, w latach 1995-2023 (w % PKB)

	I spowolnienie		II spowolnienie		III spowolnienie		IV spowolnienie	
	95-00	01-03	04-08	09-10	10-11	12-13	16-19	20-23
Oszczędności	20,42	17,17	17,40	16,23	16,27	16,73	19,44	19,92
Akumulacja	23,94	19,34	22,78	20,18	21,63	19,96	20,57	20,00
SFP	3,12	2,86	3,94	5,43	5,97	4,62	4,11	4,46
Prywatne	20,82	16,48	18,84	14,75	15,66	15,34	16,46	15,54
Inwestycje	22,52	19,09	21,08	20,6	20,02	19,11	18,47	17,34
SFP	3,07	2,81	3,89	5,34	5,87	4,58	4,02	4,35
Prywatne	19,45	16,28	17,19	15,26	14,15	14,53	14,45	12,99

Źródło: Obliczenia własne; dane pierwotne – baza statystyczna EUROSTAT-u
Uwagi: Oszczędności – skrót od oszczędności krajowe brutto; Akumulacja – skrót od akumulacja brutto; Inwestycje – skrót od nakłady brutto na środki trwałe.

Wnioski:

- udziały oszczędności krajowych w PKB był podobny na początku i końcu analizowanego okresu; relatywnie najniższe oszczędności były w **II i III Spowolnieniu**;
- udziały akumulacji i inwestycji w PKB najwyższe były na początku analizowanego okresu;

najniższy – w **I Spowolnieniu** (w latach 2001-03);

- udział inwestycji SFP był najwyższy w latach 2009-11; poza tym w okresie od 2004 roku wahał się w pobliżu 4% PKB;
- w całym analizowanym okresie wyraźny był trend obniżania się udziału inwestycji prywatnych w PKB.



szając je na ich końcu. Wymagałoby to odejścia od konstruowania li tylko krótkookresowego Państwowego Planu Finansowego (w ramach jednorocznego budżetu). Stworzenie średniookresowego Planu pozwoliłoby na zmniejszenie fluktuacji nakładów inwestycyjnych w sektorze publicznym i tym samym wygładzenie cyklu koniunkturalnego.

Podobnie jak w klasycznych cyklach koniunkturalnych w Europie i Ameryce Północnej cechą charakterystyczną spowolnień było zazwyczaj zmniejszenie dynamiki nakładów inwestycyjnych, bądź wręcz ich absolutne zmniejszenie (por. Tabelę A2). I tak w:

I spowolnieniu w latach 2001-02, gdy **przeciętne roczne tempo wzrostu inwestycji obniżyło się z 12,6% w okresie 1996-2000 do -5,3%**; było to najbardziej spektakularny spadek w ostatnim 30-leciu;

II spowolnieniu w latach 2009-10, gdy **przeciętne roczne tempo wzrostu inwestycji obniżyło się z 11,6% (w okresie 2004-08) do -3,5%**;

III spowolnieniu w latach 2012-13, gdy **przeciętne roczne tempo wzrostu inwestycji obniżyło się z 2,9% (w okresie 2010-11) do -1,2%**;

IV spowolnienie poprzedzało **przeciętne roczne tempo wzrostu inwestycji 3,6% w okresie 2016-19**; i w latach 2020-23 zmniejszyło się do 3,0%.

4.3. Struktura rodzajowa nakładów inwestycyjnych

Oprócz różnic w strukturze własnościowej inwestycji zaobserwować można było znaczące różnice w strukturze rodzajowej. Przykładowo w krajach „starych”, przy większej niż w Polsce stopie inwestycji, udział budownictwa mieszkaniowego w ogólnych nakładach był dużo większy niż w Polsce. Na przykład w 2023 roku wynosił 28,8%, a udział nakładów na budynki i budowlę 51,4%. To może też wyjaśniać różnice w stepach inwestycji, które w tymże roku w Polsce wyniosły 17,74%, a w krajach „starych” 21,9%.

Z wyjątkiem **III Spowolnienia** można zaobserwować wpływ spowolnień na strukturę rodzajową nakładów inwestycyjnych. W skali całego kraju z reguły rósł wówczas udział wydatków na budynki i budowlę, a zmniejszał się na maszyny i urządzenia. Przy czym nie dotyczy to nakładów obejmujących budownictwo mieszkaniowe. Należy też zwrócić uwagę na najwyższy w badanym okresie udział nakładów na budownictwo mieszkaniowe w latach 2004-08. Pewnym wyjaśnieniem może być fakt rozpoczęcia intensywnej akcji kredytów hipotecznych właśnie w tym czasie. Jednocześnie udział nakładów na budowę mieszkań w ostatnim okresie był podobny jak w **I spowolnieniu**. Udział nakładów na środki transportowe zmieniał się najbardziej regularnie – zawsze spadał w spowolnieniu w porównaniu z poprzedzającym je okresem.

Tabela 3. Struktura nakładów inwestycyjnych wg rodzajów, w latach 1995-23, (% nakładów ogółem)

	I spowolnienie		II spowolnienie		III spowolnienie		IV spowolnienie	
	95-00	01-03	04-08	09-10	10-11	12-13	16-19	20-23
Ogółem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Budynki i budowlę	50,62	52,04	53,54	58,13	58,44	56,96	51,07	53,70
mieszkania	11,38	13,97	16,72	15,48	14,77	15,66	11,75	12,62
pozostałe	39,23	38,07	36,82	42,66	43,67	41,30	39,33	41,08
Maszyny,, etc.	43,76	41,21	40,23	35,23	35,26	36,12	40,90	37,66
środki transportowe	9,26	9,18	9,18	8,22	8,29	8,01	10,32	9,03
sprzęt komputerowy	4,10	3,88	2,87	2,23	2,42	2,31	2,12	2,30
pozostałe	30,41	28,15	28,18	24,78	24,56	25,80	28,45	26,32

Źródło: Obliczenia własne; dane pierwotne – baza statystyczna EUROSTAT-u



4.4. Źródła finansowania inwestycji

W opracowaniu przyjęto, iż finansowanie inwestycji publicznych i prywatnych pochodzi z trzech podstawowych źródeł: środków własnych, kapitału zagranicznego oraz kredytu bankowego.

W ogólnie dostępnych bazach statystycznych w Polsce kategoria źródła finansowania nakładów inwestycyjnych nie występuje. W takiej sytuacji konieczne było przeprowadzenie szacunków, przyjmując często dość dyskusyjne założenia.

Tabela 4. Aktywa i kredyty ogółem oraz wybrane kategorie kredytów udzielonych przez MIF, w latach 2004-23, niektóre lata (stan na koniec roku, w mld zł, udziały)

	2004	2008	2012	2015	2019	2023
Aktywa (mld zł)	578,2	1090,7	1442,3	1681,4	2092,9	3102,8
%PKB	61,7	84,5	88,9	92,9	90,4	91,2
Kredyty (mld zł)	307,5	724,3	1013,9	1172,6	1443,1	1563,9
%PKB	32,8	56,1	62,5	64,8	62,4	46,0
% aktywów	53,2	66,4	70,3	69,7	69,0	50,4
w tym na						
mieszkaniowe						
mld zł	37,3	198,7	276,2	387,6	461,1	494,4
%PKB	4,0	15,4	17,0	21,4	19,9	14,5
% aktywów	6,5	18,2	19,1	23,1	22,0	15,9
inwestycyjne						
mld zł	62,9	130,0	158,7	189,3	221,5	230,1
%PKB	6,7	10,1	9,8	10,5	9,6	6,8
% aktywów	10,9	11,9	11,0	11,3	10,6	7,4
przedsiębiorców						
indywidualnych						
mld zł	6,5	15,0	18,4	19,8	20,1	13,2
%PKB	0,7	1,2	1,1	1,1	0,9	0,4
% aktywów	1,1	1,4	1,3	1,2	1,0	0,4
rolników						
indywidualnych						
mld zł	7,1	12,8	17,0	21,0	22,4	17,2
%PKB	0,8	1,0	1,0	1,2	1,0	0,5
% aktywów	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	0,6
Suma kredytów inwestycyjnych						
mld zł	113,8	356,5	470,3	617,7	725,1	754,8
%PKB	19,7	32,7	32,6	36,7	34,6	24,3
% aktywów	37,0	49,2	46,4	52,7	50,2	48,3

Źródło: Obliczenia własne – dane pierwotne NBP.

Uwagi: Aktywa i kredyty dotyczą MIF, czyli pozostałych instytucji finansowych. Kredyty obejmują kredyty mieszkaniowe, na nieruchomości i strictly inwestycyjne. Kredyty mieszkaniowe dotyczą kredytów mieszkaniowych udzielonych gospodarstwom domowym. Kredyty określone w Tabeli jako inwestycyjne dotyczą kredytów inwestycyjnych udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym i gospodarstwom domowym.



Po pierwsze, przyjęto, iż finansowanie inwestycji w SFP pochodzi przede wszystkim ze:

- a) środków para- i budżetowych;
- b) dedykowanych projektowo obligacji skarbowych;
- c) krajowych i zagranicznych kredytów bankowych;
- d) transferów unijnych;
- e) grantów zagranicznych.

Dla uproszczenia założono, iż **wartość finansowania inwestycji SFP jest równa wielkości nakładów inwestycyjnych przez jednostki SFP w skali roku**. O ile w przypadku projektów centralnych finansowanie (oprócz wykorzystywania budżetu państwa) jest możliwe poprzez specjalnie utworzone fundusze (Drogowy, Kolejowy, PFR) oraz BGK, to w przypadku samorządów finansowanie projektu może być bardziej złożone. Na przykład projekty, na które przyznano dotacje unijne z reguły muszą ich część finansować z własnych środków, bądź kredytów. Szacuje się, że w latach 2007-15 udział dotacji unijnych sięgał 20% ogólnych nakładów JST (por. Bitner, Sierak (2022)).

Po drugie, do finansowania inwestycji sektora prywatnego z kredytów bankowych przyjęto, iż podstawą jest suma stanu kredytów o charakterze inwestycyjnym publikowanych przez NBP udzielonych (por. Tabela 5):

- a) gospodarstwom domowym;
- b) przedsiębiorstwom niefinansowym;
- c) przedsiębiorcom indywidualnym;
- d) rolnikom indywidualnym.

Należy także zauważyć iż w porównaniu do krajów „starej” Unii Europejskiej (jako proxy przyjęto w tym miejscu kraje Unii Monetarnej (UM)) polski sektor bankowy jest znacznie słabiej rozwinięty. Przykładowo relacja kredytów ogółem do PKB pod koniec 2023 roku wynosiła w strefie euro (EMU) 114%, a w Polsce odpowiednio 46%.

Do WKF (końca 2008 roku) zarówno stan aktywów pozostałych instytucji finansowych (MIF) jak i kredytów wzrastał znacznie szybciej niż nominalnie PKB. Między 2012 a 2019 rokiem dynamiki były zbliżone. W IV Spowolnieniu tendencje wzrostu aktywów były podobne jak w poprzedzającym, wzmiankowanym okresie – rosły podobnie jak PKB. Natomiast stan kredytów wzrósł tylko nieznacznie i to dzięki kredytom mieszkaniowym. Z kolei stany kredytów udzielonych zarówno przedsiębiorcom indywidualnym, jaki i rolnikom indywidualnym zmniejszyły się. Znacznie zmniejszyła się ogólna relacja kredytów ogółem do PKB z 62,4 w 2019 do 46,0% w 2023 roku, gdy w EMU odpowiednio z 119 do 114%.

O ile udział kredytów w aktywach MIF w okresie od 2008 do 2019 roku wahał się w okolicach 70%, to w 2023 roku zmniejszył się do 50,4% - było to między

Tabela 5. Napływ kapitału zagranicznego do Polski, w latach 2004-23; (w mld zł; %PKB)

	II spowolnienie		III spowolnienie		IV spowolnienie	
	04-08	09-10	10-11	12-13	16-19	20-23
FDI i PI						
mld zł	258,4	124,5	140,1	50,5	261,9	536,0
% PKB	4,71	4,42	4,66	1,55	3,15	4,65
Napływ oszczędności netto						
% PKB	5,38	3,95	5,36	3,23	1,13	0,08

Źródło: Obliczenia własne – dane pierwotne NBP i EUROSTAT.

Uwagi: FDI – zagraniczne inwestycje bezpośrednie (w ujęciu bilansu płatniczego, aktywa); PI - zagraniczne inwestycje portfelowe (w ujęciu bilansu płatniczego, aktywa, bez instrumentów dłużnych); Napływ oszczędności (zagranicznych) – definiowany jako różnica pomiędzy akumulacją a oszczędnościami krajowymi.



innymi spowodowane turbulencjami (w tym wzrostem inflacji) i efektem wypychania kredytów przez inne produkty dłużne (w tym obligacje skarbowe).

Wartość nowych kredytów bankowych udzielonych w danym roku oszacowano przyjmując przeciętny okres kredytowania (wyliczając w ten sposób wielkość spłaty) oraz przyrost/spadek stanu zadłużenia.

Po trzecie, finansowanie inwestycji poprzez kapitał zagraniczny najogólniej przyjmuje następujące formy:

- *green field investment* – finansowanie nowych projektów od podstaw;
- zakup akcji, udziałów i w ten sposób pośrednie wspieranie finansowanie projektów inwestycyjnych;
- reinwestowanie zysków firm zagranicznych.

Jako *proxy* finansowania przyjęto sumę napływu FDI i inwestycji portfelowych (bez instrumentów dłużnych) w Tabeli 5 określoną jako kapitał zagraniczny.

Po czwarte, finansowanie ze środków własnych potraktowano jako wartość rezydualną.

Środki własne = Od ogólnej wartości finansowania

inwestycji, przyjętych jako równe wartości nakładów inwestycyjnych brutto odjęto wyszacowane, jak wyżej, wartości nowych kredytów i napływu kapitału zagranicznego.

W zakres środków własnych mogą wchodzić:

- depozyty bankowe przedsiębiorstw niefinansowych, osób prywatnych, małych firm i rolników indywidualnych;
- nadwyżka finansowa wygenerowana przez przedsiębiorstwa niefinansowe;
- pożyczki prywatne krajowe i zagraniczne (włączając także dane oficjalnie nierejestrowane);
- różne instrumenty finansowe (np. obligacje, akcje);
- dotacje unijne;
- wykup udziałów.

Dla porównania w Tabeli 6 pokazano relację wyniku finansowego brutto krajowych przedsiębiorstw niefinansowych do wartości inwestycji w sektorze prywatnym.

Wpływ kapitału zagranicznego na polską gospodar-

Tabela 6. Wynik finansowy netto w przedsiębiorstwach: ogółem, krajowych i z kapitałem zagranicznym w latach 2004-23 (% PKB, struktura)

	II spowolnienie		III spowolnienie		IV spowolnienie	
	04-08	09-10	10-11	12-13	16-19	20-23
Wynik finansowy netto	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
% PKB	7,38	7,76	7,52	6,75	6,84	8,27
Przedsiębiorstwa z kapitał zagranicznym						
% ogółem	42,3	43,1	33,6	38,5	39,9	37,0
Przedsiębiorstwa tylko z kapitał krajowym						
% ogółem	57,7	56,9	66,4	61,5	60,1	63,0

Źródło: Obliczenia własne – dane pierwotne GUS.

**Tabela 7.** Struktura finansowania inwestycji w Polsce, w latach 2004-23 (w %)

	II spowolnienie		III spowolnienie		IV spowolnienie	
	04-08	09-10	10-11	12-13	16-19	20-23
Ogółem	100	100	100	100	100	100
SFP	19	27	27	23	20	22
sektor prywatny	81	73	73	77	80	78
Sektor prywatny	100	100	100	100	100	100
środki własne	47	54	43	74	62	66
kredyty	32	25	35	18	22	11
kapitał zagraniczny	21	21	22	8	16	23
wynik finansowy	25	29	35	29	28	40

Źródło: Obliczenia własne

Uwaga: wynik finansowy – wynik finansowy przedsiębiorstw tylko z kapitałem krajowym.

kę – mierzony jego udziałem w ogólnym wyniku finansowym – był i jest znaczny, choć w ostatnich latach się nieco zmniejszył. Należy podkreślić, że w całym badanym okresie relatywnie najgorsze wyniki przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym wykazały jedynie w **III Spowolnieniu**.

Wykorzystując powyższe założenia oszacowano strukturę finansowania w latach 2004-19, dzieląc ten okres na 3 podokresy (ich wybór uzasadniono wcześniej), czyli lata: 2004-08, 2009-15 i 2015-19.

Przedstawione w Tabeli 7 szacunki wskazują, iż w wyodrębnionych w tym badaniu okresach:

- największy i dominujący był udział finansowania ze środków własnych i wzrastał z okresu na okres;
- udział **kredytów** w finansowaniu inwestycji był największy w do 2011 roku; w latach 2012-19 był mniej więcej o połowę mniejszy niż poprzednio i ponownie zmalał do najmniejszej wartości 11% w latach 2020-23; udział był regularnie mniejszy w **Spowolnieniach** niż w poprzedzających je okresach;
- w przypadku kapitału zagranicznego nie było takiej regularności; najmniejszy udział odnotowa-

no w **III spowolnieniu** 8%, w pozostałych okresach udział był raczej stabilny;

- wynik finansowy netto przedsiębiorstw niefinansowych tylko z kapitałem krajowym dawałby możliwość finansowania w **IV spowolnieniu** nawet 40% inwestycji prywatnych; w pozostałych okresach, z wyjątkiem lat 2010-11, poniżej 30%.

Zakończenie

Po okresie turbulencji można byłoby oczekiwać pewnej stabilizacji i ponownego wejścia w koleiny cyklu koniunkturalnego. Chyba to nie jest scenariusz bazowy. Dlatego całkiem prawdopodobne może być utrwalenie – podobnej do tej z **IV Spowolnienia** - struktury finansowania projektów inwestycyjnych.

Po pierwsze, relatywnie zwiększą się nakłady inwestycyjne w SFP, bardziej w sektorze centralnym, mniej w sektorze samorządowym; zapewne relatywnie zmniejszą się nakłady w sektorze prywatnym, a szczególnie w przedsiębiorstwach niefinansowych, co może sugerować, iż udział nakładów w sektorze prywatnym pozostanie nadal jednym z najniższych spośród krajów Unii Europejskiej.



Po drugie, spodziewane nakłady inwestycyjne będą skoncentrowane w różnych działach infrastruktury, branżach usługowych, nieruchomościach mieszkalnych, a mniej w przemyśle przetwórczym. Udział maszyn i urządzeń w ogólnych nakładach może się utrzymać na poziomie z **IV Spowolnienia**, a nawet nieco zmniejszyć.

Po trzecie, nadal największym źródłem finansowania pozostaną środki własne, zarówno w SFP jak i sektorze prywatnym. Ponadto środki unijne - w tym KPO - mogłyby zwiększyć nakłady inwestycyjne o dodatkowe 1,5-2,0 proc. PKB. Niestety te dodatkowe środki tylko częściowo skompensują trwałe ubytki w dochodach samorządów (wynik regulacji wprowadzonych w 2019 roku) i w sumie tylko nieznacznie zwiększą wielkość inwestycji.

Po czwarte, nadal niska może być rola kredytu bankowego w finansowaniu inwestycji, zarówno poprzez postrzeganie zwiększonego ryzyka (niepewności), ale również jako efekt wypychania kredytu przez zwiększoną podaż państwowych instrumentów dłużnych (co zresztą obserwowano od 2016 roku). Dodatkowym czynnikiem ograniczającym podaż kredytów inwestycyjnych dla sektora prywatnego może być „nacionalizacja” największych banków.

Po piąte, ogólnoswiatowa sytuacja gospodarcza i relatywnie wyższa niż przed pandemią ocena ryzyka inwestycji w Polsce i innych krajach Europy Środko-

wo-Wschodniej może doprowadzić do zmniejszenia napływu FDI. Dodatkowo potencjalne środki mogą być ograniczone poprzez rosnący od pewnego czasu odpływ kapitału z Polski.

W najbliższych kilku latach gospodarka Polski, podobnie jak globalna, będzie wychodziła z kryzysu spowodowanego pandemią COVID-u. W przeciwieństwie do WKF, ten kryzys gospodarczy miał głównie charakter szoku podażowego. Nałożył się on także na rozpoczynające się w połowie 2019 roku spowolnienie. Jak do tej pory *ad hoc* działania centrum gospodarczego nie dotyczą problemu długookresowego, zagrażającego gospodarce – niskiego poziomu inwestycji prywatnych. Proponowane przez rząd PIS i odziedziczone przez obecny rozwiązania sugerują natomiast wzmożenie roli sektora państwowego (a zwłaszcza centralnego) w ogólnokrajowym procesie inwestycyjnym. Mają przy tym wybitnie proinflacyjny charakter, nie przekładający się na zachwianie równowag makro. Ponadto, im bardziej polityka gospodarcza będzie nadmiernie wspierała popyt konsumpcyjny, negatywnie oddziaływać na podaż pracy, a bank centralny opóźniać swoje działania antyinflacyjne, tym bardziej zwiększać się będzie niepewność, ryzyko podejmowania decyzji inwestycyjnych. Dodatkowo wzmocnienie potencjału gospodarczego na krótką metę zależy od zdolności administracji do absorpcji funduszy unijnych, z czym łączy się nieuniknione ryzyko pogorszenia salda sektora finansów publicznych.



Bibliografia i źródła statystyczne

Bitner, Michał; Sierak, Jacek (2022), Ocena zdolności jednostek samorządu terytorialnego do finansowania projektów inwestycyjnych w perspektywie finansowej 2021–2027. Optimum. Economic Studies. Białystok.

Gronicki, Mirosław (2019), Pobudzenie fiskalne – pomoc czy zagrożenie?, mimeo

Pipień, Mateusz (2022), Raport makroekonomiczny, mimeo

Źródła statystyczne:

ECB, Database

EUROSTAT, Database

GUS, Wskaźniki makroekonomiczne

NBP, Należności i zobowiązania MIF.



Załącznik

Tabela A1. Oszczędności krajowe, akumulacja i inwestycje w Polsce, w latach 1995-2023 (w % PKB; w cenach bieżących).

Rok	Oszczędności krajowe	Akumulacja	Inwestycje	Napływ oszczędności
1995	21,27	19,86	17,63	-1,41
1996	20,82	21,86	19,58	1,04
1997	20,43	23,78	22,24	3,34
1998	21,36	25,22	24,00	3,86
1999	20,37	25,50	24,32	5,13
2000	19,14	24,70	23,81	5,56
2001	18,03	20,64	20,57	2,61
2002	16,37	18,54	18,54	2,17
2003	17,16	18,91	18,25	1,76
2004	14,67	20,49	18,60	5,82
2005	17,18	20,11	19,12	2,92
2006	17,81	21,96	20,69	4,15
2007	18,62	25,42	22,69	6,80
2008	18,10	24,76	23,22	6,66
2009	17,08	20,76	21,64	3,68
2010	15,42	20,86	19,61	5,43
2011	17,05	22,35	20,40	5,30
2012	16,49	20,80	19,42	4,32
2013	16,97	19,13	18,80	2,16
2014	18,03	20,83	19,98	2,80
2015	19,42	20,80	20,24	1,38
2016	19,05	20,09	18,35	1,04
2017	18,71	19,91	17,47	1,20
2018	19,41	21,44	18,76	2,03
2019	20,41	20,71	19,15	0,30
2020	21,14	18,84	18,40	-2,30
2021	20,40	21,81	16,93	1,41
2022	19,17	22,06	16,44	2,89
2023	19,37	17,52	17,74	-1,85

Źródło: Obliczenia własne; dane pierwotne – baza statystyczna EUROSTAT-u

Uwagi: Akumulacja – skróć od akumulacja brutto; Inwestycje – skróć od nakłady brutto na środki trwałe. Napływ oszczędności – różnica pomiędzy akumulacją i oszczędnościami krajowymi. Okresy spowolnień wyboldowane.

**Tabela A2.** Struktura inwestycji wg sektorów w Polsce, w latach 1995-2023 (w % PKB).

Rok	Inwestycje ogółem	SFP	w tym		Sektor prywatny
			centralny	lokalny	
1995	17,63	2,70	1,34	1,29	14,93
1996	19,58	2,99	1,46	1,46	16,59
1997	22,24	3,35	1,52	1,77	18,89
1998	24,00	3,37	1,54	1,76	20,63
1999	24,32	3,01	0,19	2,73	21,31
2000	23,81	2,88	1,10	1,71	20,93
2001	20,57	2,80	1,09	1,67	17,76
2002	18,54	2,83	1,18	1,63	15,71
2003	18,25	2,78	1,25	1,51	15,47
2004	18,60	2,88	1,33	1,52	15,72
2005	19,12	3,29	1,55	1,72	15,82
2006	20,69	3,84	1,69	2,12	16,85
2007	22,69	4,36	2,29	2,04	18,33
2008	23,22	4,70	2,54	2,13	18,52
2009	21,64	4,96	2,22	2,69	16,68
2010	19,61	5,70	2,65	3,03	13,91
2011	20,40	6,02	3,15	2,84	14,38
2012	19,42	4,88	2,59	2,26	14,55
2013	18,80	4,29	2,08	2,18	14,51
2014	19,98	4,70	2,14	2,54	15,28
2015	20,24	4,53	2,29	2,22	15,72
2016	18,35	3,29	1,95	1,32	15,06
2017	17,47	3,78	2,08	1,69	13,70
2018	18,76	4,61	2,17	2,43	14,14
2019	19,15	4,27	2,07	2,18	14,88
2020	18,40	4,42	2,36	2,04	13,98
2021	16,93	4,08	2,26	1,81	12,85
2022	16,44	3,76	1,84	1,90	12,68
2023	17,74	5,06	2,51	2,52	12,69

Źródło: Baza statystyczna EUROSTAT-u

Uwagi: Inwestycje – skróty od nakłady brutto na środki trwałe. Okresy spowolnień wyboldowane.

**Tabela A3.** Tempo wzrostu PKB, popytu krajowego i inwestycji w Polsce, w latach 1995-2023 (w %).

Rok	PKB	Popyt krajowy	Inwestycje
1996	6,09	9,39	19,44
1997	6,36	8,51	21,61
1998	4,62	6,12	14,02
1999	4,70	5,43	6,90
2000	4,66	3,41	2,35
2001	1,23	-1,26	-10,45
2002	1,90	1,38	-6,14
2003	3,52	2,41	1,10
2004	5,09	6,30	7,87
2005	3,26	2,20	7,88
2006	6,20	7,32	15,73
2007	6,76	9,02	18,36
2008	4,38	5,43	8,49
2009	2,62	-0,53	-2,32
2010	3,17	4,06	-4,66
2011	5,26	4,34	10,95
2012	1,51	-0,54	-2,42
2013	0,68	-0,75	0,04
2014	3,92	5,58	12,01
2015	4,43	3,96	6,79
2016	3,03	2,34	-7,36
2017	5,15	5,39	1,79
2018	6,25	6,63	13,69
2019	4,58	3,48	7,53
2020	-2,04	-2,78	-3,02
2021	6,93	8,60	1,48
2022	5,26	4,85	1,74
2023	0,14	-3,14	12,57

Źródło: Baza statystyczna EUROSTAT-u

Uwagi: Inwestycje – skrót od nakłady brutto na środki trwałe. Okresy spowolnień wyboldowane.



PROGRAM
ANALITYCZNO
BADAWCZY



Raport przygotowany na zlecenie
Programu Analityczno-Badawczego
Fundacji Warszawski Instytut Bankowości