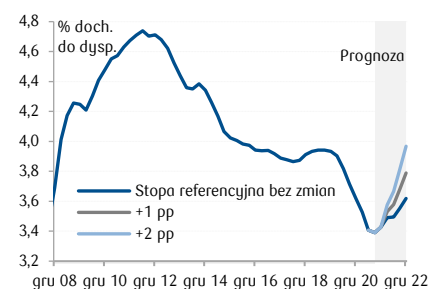


Czy gospodarstwa domowe udźwigną podwyżki stóp NBP?

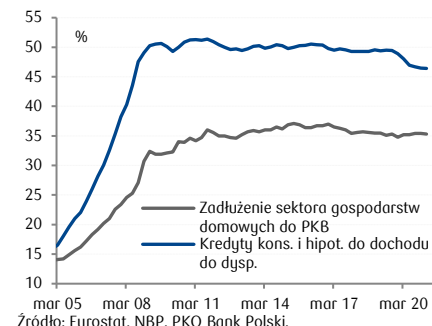
- Czy popandemiczna normalizacja poziomu stóp procentowych NBP może „zdeprawować” sytuację finansową gospodarstw domowych? Zainspirowani pierwszą od prawie dekady podwyżką stóp procentowych w Polsce, postanowiliśmy przeanalizować wrażliwość polskich gospodarstw domowych na normalizację krajowej polityki pieniężnej. Wnioski z naszej analizy są pomocne m.in. przy ocenie perspektyw popytu konsumpcyjnego oraz jakości portfela kredytów dla gospodarstw domowych.
- Wyniki naszych projekcji pokazują, że polskie gospodarstwa domowe cechuje wysoka zdolność do poradzenia sobie ze wzrostem kosztu obsługi zadłużenia, zarówno w porównaniu z wcześniejszymi epizodami wzrostu stóp w Polsce, jak i z obecną sytuacją w innych europejskich gospodarkach.
- Oszacowaliśmy koszty obsługi zadłużenia kredytowego gosp. domowych w 2022 w dwóch scenariuszach wzrostu stóp NBP: do końca 2021 o 100pb (powrót do poziomu sprzed pandemii) i o 200pb (w skali zgodnej z obecnymi oczekiwaniami rynkowymi, ale rok szybciej), a także równoległej zmiany kursu złotego o +/-10%. Nawet w „szokowym” scenariuszu wzrostu stóp o 200pb koszty obsługi kredytu w relacji do dochodu do dyspozycji wzrosłyby zaledwie o 0,36pp do 4,1%, a więc byłyby niewiele wyższe niż przed pandemią i znacznie niższe niż w szczycie obciążenia kosztami obsługi zadłużenia niemal dekadę temu. Innymi słowy, nawet w scenariuszu dość drastycznej normalizacji polityki pieniężnej NBP (podwyższenie stóp aż o 200pb już przed końcem 2021) nie należy oczekiwać z tego tytułu w 2022 istotnego osłabienia dynamiki popytu konsumpcyjnego lub znacznego pogorszenia jakości portfela kredytowego w segmencie gospodarstw domowych.
- Kluczowym czynnikiem ograniczającym wrażliwość gospodarstw domowych na podwyżki stóp procentowych jest silny wzrost dochodów. W naszej analizie przyjmujemy, że w latach 2021-2022 dochody rozporządzalne rosną o 6% rocznie, a więc w tempie zbliżonym do obserwowanego w latach 2017-2019. Biorąc pod uwagę silnie wzrostowy trend płac oraz skutki Polskiego Ładu, faktyczny wzrost dochodów może się okazać większy, szczególnie dla najmniej zamożnych gospodarstw domowych.
- Ważnym czynnikiem determinującym wrażliwość gospodarstw domowych na podwyżki stóp jest skala ich zadłużenia. Pomimo boomu gospodarczego i długiego okresu stabilnie niskich stóp procentowych przed pandemią, dynamika kredytów dla gospodarstw domowych była umiarkowana. Podczas pandemii dynamika akcji kredytowej nadal słabła, mimo obniżki stóp niemal do zera w 1h20. Relacja zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych do ich dochodów do dyspozycji spadła z 48,9% na koniec 2019 do 46,4% w 1q21. „Zdelewarowanie” gospodarstw domowych zmniejszyło ich wrażliwość na podwyżki stóp. W naszej analizie zakładamy, że zadłużenie gospodarstw domowych w trakcie 2022 wzrośnie o blisko 7%, podobnie jak w tym roku.
- Istotny wpływ na zdolność gospodarstw domowych do obsługi zobowiązań mają ich oszczędności/aktywa. Wymuszone oszczędności z czasu pandemii stanowią dodatkowy bufor bezpieczeństwa dla zdolności kredytobiorców do obsługi zadłużenia. Bufor ten jest doskonale widoczny w gwałtownym wzroście aktywów finansowych gospodarstw domowych, których wartość w 1q21 przekroczyła 110% PKB.

Zmiana kosztu obsługi zadłużenia w scenariuszach wzrostu stopy referencyjnej NBP o 100pb lub 200pb z obecnego poziomu 0,50%



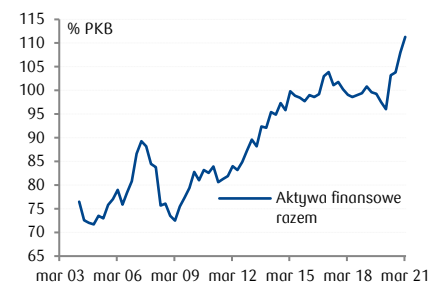
Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.

Zadłużenie gospodarstw domowych w relacji do dochodów do dyspozycji i PKB



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.

Aktywa finansowe sektora gospodarstw domowych jako % PKB



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

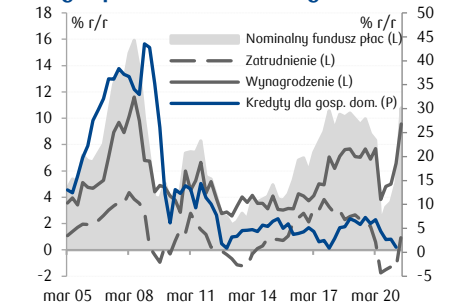
1. Zadłużenie gospodarstw domowych rośnie wolniej niż dochody

W ciągu niemal dekady, która minęła od poprzedniej podwyżki stóp procentowych, zadłużenie kredytowe gospodarstw domowych w Polsce wzrosło o 44,5% (pomiędzy 2q12 a 1q21). Rocznie dług przyrastał średnio o 4,5%, podczas gdy we wcześniejszych latach roczne wzrosty były dwucyfrowe. Na osłabienie tempa przyrostu wolumenu kredytów po boomie lat 2005-2009 wpłynęły wg nas przede wszystkim podwyższone wymogi regulacyjne, co wraz z negatywnym wpływem podatku bankowego i niskich stóp procentowych na rentowność sektora bankowego osłabiło pozycję kapitałową banków i ograniczyło ich zdolność do silnego zwiększania akcji kredytowej. Pomimo boomu gospodarczego i niskich stóp procentowych w latach bezpośrednio poprzedzających pandemię, dynamika kredytów dla gospodarstw domowych była umiarkowana. Hamowanie akcji kredytowej było kontynuowane podczas pandemii, pomimo obniżki stóp niemal do zera na początku 2020 (por. wykres 1 i 2).

Obserwowany w ostatnich latach dynamiczny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych umożliwił stabilizację, a nawet lekki spadek relacji zadłużenia do dochodu. Dzięki silnej reakcji polityki fiskalnej, która pomimo wywołanej pandemią recesji utrzymała wzrost dochodów, w 2020 ta relacja nadal spadała. W 1q21 kredyty konsumpcyjne i hipoteczne stanowiły 46,4% dochodu rozporządzalnego w sektorze gospodarstw domowych. Dekompozycja zmiany zadłużenia gospodarstw domowych do dochodu do dyspozycji (Wykres 5) wskazuje, że wzrost poziomu zadłużenia do 2009 wynikał głównie z dynamicznego przyrostu długu. Wyhamowanie wzrostu długu od 2011, a także bardziej dynamiczny przyrost dochodów do dyspozycji od 2014 pozwoliły na ustabilizowanie relatywnego zadłużenia gospodarstw domowych. Obserwowany w 2020 i 2021 spadek był wyłącznie zasługą rosnących dochodów.

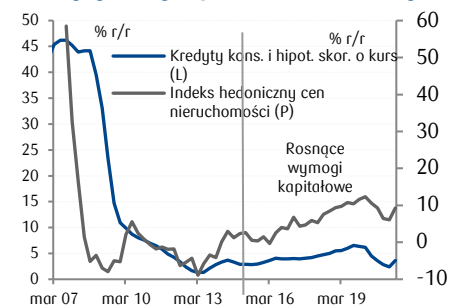
Stabilizacja zadłużenia gospodarstw domowych jest widoczna także przy uwzględnieniu szerszej miary zadłużenia kredytowego, tj. zobowiązań całego sektora gosp. dom. (wraz z mikrofirmami i rolnikami) w relacji do PKB (Wykres 4).

Wykres 1. Fundusz płac vs kredyty dla gospodarstw domowych



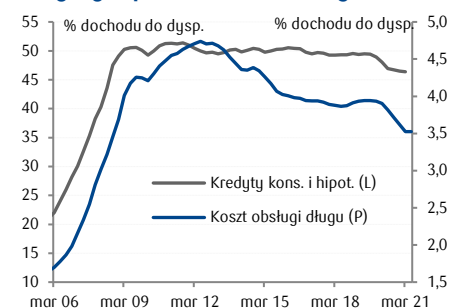
Źródło: GUS, NBP, PKO Bank Polski.

Wykres 2. Ceny nieruchomości vs kredyty dla gospodarstw domowych



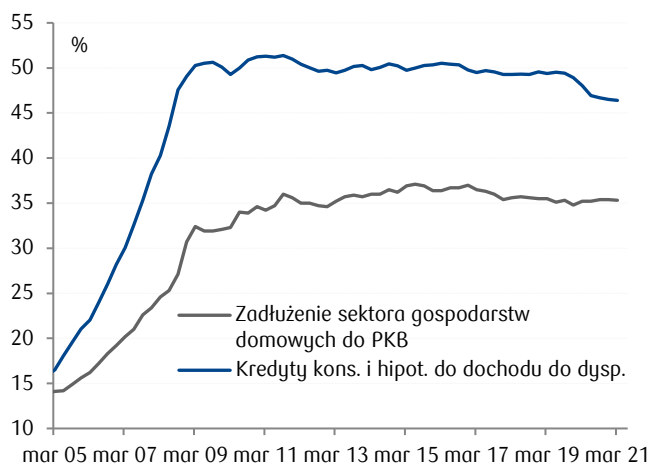
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Wykres 3. Dług i koszty obsługi długu gospodarstw domowych



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.

Wykres 4. Zadłużenie gospodarstw domowych w relacji do dochodów do dyspozycji i PKB



Źródło: NBP, Eurostat, PKO Bank Polski.

Wykres 5. Dekompozycja zmiany relacji długu gosp. domowych (kons. i hipot.) do dochodu do dyspozycji



2. Spadający koszt obsługi zadłużenia

Zdolność gospodarstw domowych do obsługi zobowiązań zależy nie tylko od poziomu zadłużenia, ale przede wszystkim od kosztów jego obsługi. Relacja kosztów obsługi długu (suma kapitału i odsetek od rat kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych na podstawie metodyki BIS) do dochodów do dyspozycji była najwyższa w 2012, kiedy przekraczała 4,7%. Od tamtego czasu obserwujemy trwały trend spadkowy, który jeszcze przyspieszył po pandemicznej obniżce stóp procentowych. Obecnie (pełne dane po 1q21) koszt obsługi długu stanowi 3,5% dochodu do dyspozycji i jest najniższy od końca 2008 (por. Wykres 3).

Do spadku relacji kosztów obsługi zadłużenia do dochodów gospodarstw domowych przyczyniła się oczywiście redukcja podstawowych stóp procentowych NBP. Nie bez znaczenia było też dokonane kilka lat temu ograniczenie oprocentowania kredytów konsumpcyjnych (ustawa antylichwiarska) i silny wzrost dochodów.

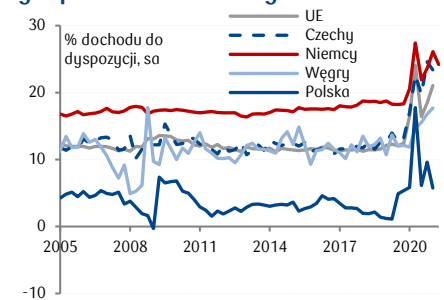
Istotny wpływ na zdolność gospodarstw domowych do obsługi zobowiązań mają, obok dochodów i kosztów, ich oszczędności/aktywa. Polskie gospodarstwa domowe tradycyjnie charakteryzują się niską stopą oszczędności, znacznie niższą niż w UE oraz w państwach regionu (por. wykres. 6). Na początku 2019 stopa oszczędności (odsezonowane dane kwartalne) w Polsce nieznacznie przekraczała 1%. W drugiej połowie 2019 oraz w znacznie większym stopniu na początku 2020 nastąpił jej gwałtowny wzrost, do blisko 18% w 2q20. Wymuszony przez lockdown wzrost oszczędności był w Polsce jednym z największych w UE. Ich wymuszony charakter oznacza, że wzrost był tylko chwilowy, a obserwowany w kolejnych kwartałach spadek stopy oszczędności był znacznie głębszy niż w innych analizowanych gospodarkach. Zdaniem MFW zakumulowane w czasie pandemii oszczędności Polaków są (w relacji do oczekiwanych oszczędności) niższe tylko niż w Kanadzie oraz Japonii. Będą one niewątpliwie wsparciem dla konsumpcji, jednak stanowią też dodatkowy bufor bezpieczeństwa dla kosztów obsługi zadłużenia. Bufor ten jest doskonale widoczny w gwałtownym wzroście aktywów finansowych gospodarstw domowych (por. wykres 7), których wartość w 1q21 przekroczyła 110% PKB.

3. Wrażliwość kosztu kredytu na zmianę stóp procentowych

Wpływ zmiany podstawowych stóp NBP na średnie oprocentowanie kredytów hipotecznych dla gospodarstw domowych jest widoczny relatywnie szybko, ze względu na oparcie ich w zdecydowanej większości o zmienną stopę procentową. Kredyty konsumpcyjne są z kolei oparte o stałą stopę procentową i charakteryzują się większą bezwładnością. Przyjmujemy, że pełne przełożenie wzrostu stóp NBP na średnie oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych nastąpiłoby najwcześniej po sześciu miesiącach. (por. wykresy 8 i 9).

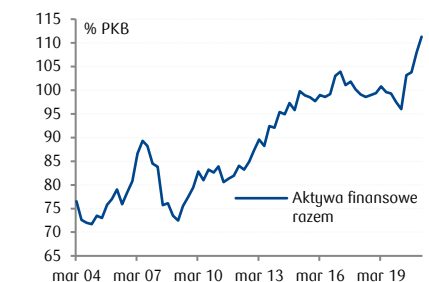
Powszechność kredytów opartych o zmienną stopę w polskim sektorze bankowym oznacza, że zmiana stóp procentowych będzie miała szybszy i bardziej wyraźny wpływ na gospodarstwa domowe, niż np. w przypadku strefy euro. Według danych EBC udział nowych kredytów dla gospodarstw domowych opartych o zmienną stopę procentową jest w Polsce 5. najwyższym w UE i przekracza 90% (por. wykres 10). Warto przy tym dodać, że ostatni rok rekordowo niskich stóp jeszcze zwiększył popularność kredytów opartych o zmienną stopę, a ich udział zbliżył się do 95% (podobny notowano podczas boomu kredytowego lat 2006-2008).

Wykres 6. Stopa oszczędności gospodarstw domowych



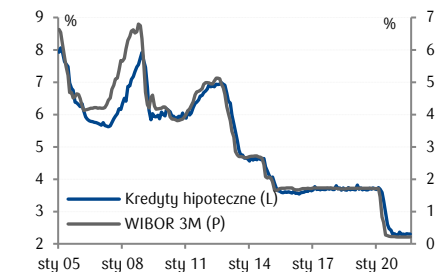
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Wykres 7. Aktywa finansowe sektora gospodarstw domowych jako % PKB



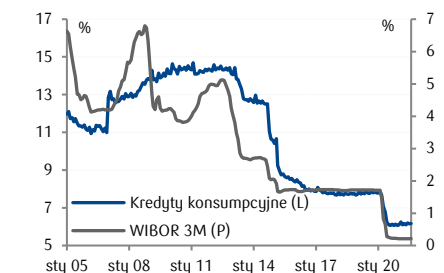
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Wykres 8. Oprocentowanie kredytów hipotecznych a WIBOR



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Wykres 9. Oprocentowanie kredytów konsumpcyjnych a WIBOR



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

4. Symulacja wpływu wzrostu stóp na koszt obsługi zadłużenia

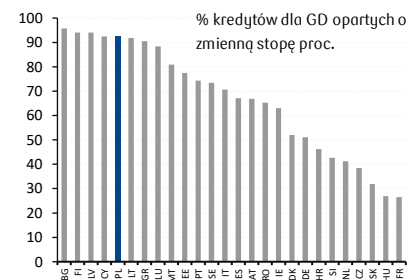
Dokonana w październiku podwyżka stopy referencyjnej o 40pb rozbudziła rynkowe oczekiwania na kontynuację dość agresywnego cyklu podwyżek stóp w Polsce. Biorąc pod uwagę jak szybko historyczne zmiany stóp NBP przekładały się na oprocentowanie kredytów dokonaliśmy symulacji wzrostu kosztów obsługi zadłużenia dla gosp. domowych na skutek ewentualnych dalszych zmian stóp NBP (i kursu walutowego). Dla uproszczenia założyliśmy natychmiastową reakcję kosztu kredytów hipotecznych na zmianę stóp, oraz opóźnienie do 6 miesięcy w przypadku kredytów konsumpcyjnych. Założyliśmy ponadto, że podwyższona stopa będzie obowiązywała przez cały 2022. Ponadto przyjęliśmy wzrost dochodu do dyspozycji gosp. dom. o 6% r/r w kolejnych kwartałach 2021 i 2022. Symulację wpływu zmian stóp NBP wykonaliśmy przy założeniu braku podwyżek stóp za granicą (istotny jest głównie SNB, który wg nas podniesie stopy procentowej jako jeden z ostatnich dużych banków centralnych).

Oszacowaliśmy koszty obsługi zadłużenia kredytowego gospodarstw domowych w 2022 w scenariuszach wzrostu stóp NBP o max 200pb w grudniu 2021 oraz równoległej zmiany kursu złotego do +/-10%. Wzrost oprocentowania kredytów (z odpowiednim opóźnieniem) oraz nasza prognoza ich wolumenów wskazują, że roczny koszt obsługi kredytów dla gosp. dom. oscyluje w scenariuszach między 58,6 i 65,6 mld PLN (Tabela 1). Podwyżka stóp o 200pb spowodowałaby wzrost kosztów obsługi kredytu w relacji do dochodu do dyspozycji o 0,36pp. (Tabela 2 i Wykres 11). Potencjalny wzrost stóp procentowych (maksymalnie 200pb) podniósłby wg naszego szacunku koszty obsługi długu, ale ich relacja do dochodów pozostałaby znacznie poniżej maksimum z początku poprzedniej dekady.

Koszty obsługi długu w relacji do dochodu do dyspozycji wzrosną w 2022 nawet bez zmian stóp (efekt założenia dynamicznego wzrostu kredytów, a także już dokonanej przez NBP podwyżki). Z drugiej strony potencjalna kolejna podwyżka stóp ograniczyłaby popyt na kredyt, czego nie uwzględniliśmy w statycznej analizie.

Czynnikiem ograniczającym wzrost kosztów obsługi długu na skutek wzrostu stóp NBP mogłoby być (w ograniczonym stopniu) umocnienie złotego. Przy wzroście stóp o 100pb można oczekiwać umocnienia złotego o ok. 5%. Spadający udział

Wykres 10. Udział nowych kredytów o zmiennej stopie procentowej dla gospodarstw domowych (sierpień 2021)



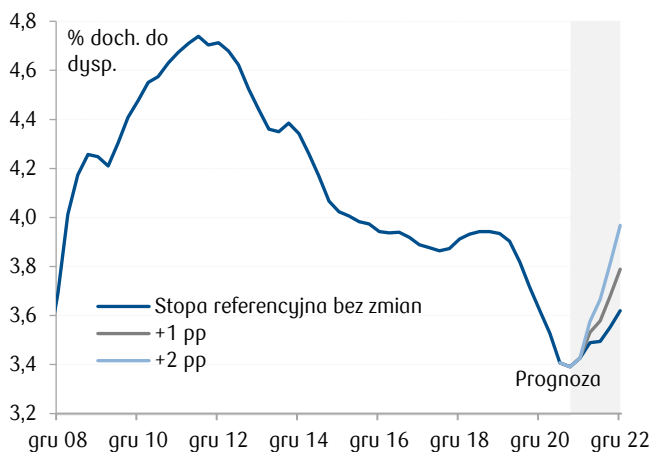
Źródło: EBC, PKO Bank Polski.

Tabela 1. Szacowane koszty obsługi kredytów kons. i hipot. gospodarstw domowych w 2022 – mln zł

Zmiana stóp procentowych:	Zmiana kursu walutowego:				
	-10%	-5%	0	+5%	+10%
+0 pp	59 940	59 615	59 291	58 967	58 643
+0,25 pp	60 621	60 297	59 972	59 648	59 324
+0,50 pp	61 311	60 987	60 663	60 339	60 014
+1,00 pp	62 720	62 396	62 071	61 747	61 423
+1,50 pp	64 165	63 840	63 516	63 192	62 868
+2,00 pp	65 646	65 321	64 997	64 673	64 349

Źródło: PKO Bank Polski.

Wykres 11. Zmiana kosztu obsługi zadłużenia w scenariuszach wzrostu stopy referencyjnej NBP o 100pb lub 200pb z poziomu 0,5%



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski.

Tabela 2. Szacowane koszty obsługi kredytów kons. i hipot. gosp. dom. w 2022 - % dochodu do dyspozycji

Zmiana stóp procentowych:	Zmiana kursu walutowego:				
	-10%	-5%	0	+5%	+10%
+0 pp	3,77	3,75	3,73	3,71	3,69
+0,25 pp	3,81	3,79	3,77	3,75	3,73
+0,50 pp	3,86	3,84	3,82	3,80	3,78
+1,00 pp	3,95	3,93	3,91	3,89	3,87
+1,50 pp	4,04	4,02	4,00	3,98	3,96
+2,00 pp	4,13	4,11	4,09	4,07	4,05

kredytów walutowych w kredytach dla gospodarstw domowych ogranicza jednak wpływ kursu walutowego na łączne koszty obsługi zadłużenia.

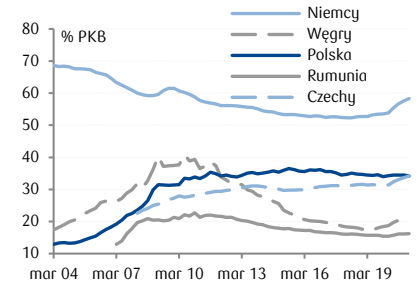
5. Porównanie międzynarodowe

W porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej zadłużenie polskich gospodarstw domowych jest umiarkowane. Dane Eurostat, obejmujące także mikrofirmy i rolników, wskazują, że zadłużenie całego sektora jest jednym z najniższych w Unii Europejskiej i w 1q21 wyniosło 35,3% PKB, podczas gdy istnieją państwa, gdzie relacja ta przekracza 100% (Dania, Holandia, Szwecja; por. wykres 13). W naszym regionie obserwować można tendencję do delewarowania, która w Polsce nie występuje (Wykres 12). Niemniej, zadłużenie polskich gospodarstw domowych jest na tyle niskie, że w porównaniu do innych krajów UE nie rodzi ryzyka nierównowagi w gospodarce.

Dodatkowo, porównując dwa zasoby, jakimi są zobowiązania i aktywa dostrzegamy, że polskie gospodarstwa domowe poprawiały swoją pozycję finansową poprzez szybszy wzrost aktywów niż pasywów. Proces ten przyspieszył wyraźnie po rozpoczęciu pandemii. Stosunek zobowiązań sektora gospodarstw domowych do ich aktywów spadł z 44,0% w 3q11 do 31,7% w 1q21. Pokazuje to, że gospodarstwa domowe mają więcej aktywów by spłacić swoje zobowiązania, zatem wzrost stóp procentowych nie powinien być zagrożeniem dla sektora. Warto jednak zaznaczyć, że w niektórych państwach regionu spadek zadłużenia w stosunku do posiadanych aktywów finansowych był większy. Sugeruje to, że gospodarstwa domowe w tych państwach mogą być lepiej przygotowane na pogorszenie sytuacji finansowej (por. wykres 14).

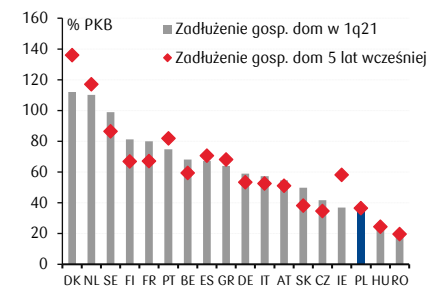
Koszty obsługi zadłużenia w sektorze gospodarstw domowych w Polsce wydają się niskie na tle innych państw europejskich. Zgodnie z danymi BIS koszt obsługi zadłużenia w Niemczech, Francji i Portugalii wynosi ok 6%. W najbardziej zadłużonych państwach jest on z kolei dwucyfrowy. Warto przy tym podkreślić, że dane nie są w pełni porównywalne z naszymi szacunkami, które uwzględniają tylko kredyty konsumpcyjne i hipoteczne, jednak różnica jest prawdopodobnie niewielka. Publikowane przez BIS dane o koszcie obsługi zadłużenia dla całego sektora prywatnego podają dla Polski 6,6%, a wskaźnik ten dla sektora przedsiębiorstw jest z reguły znacznie wyższy niż dla gospodarstw domowych.

Wykres 12. Ewolucja zadłużenia sektora gospodarstw domowych w gospodarkach regionu



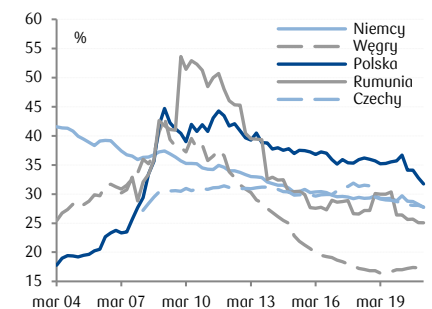
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Wykres 13. Zadłużenie sektora gosp. dom. w relacji do PKB (3q18)



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Wykres 14. Zobowiązania finansowe jako % aktywów finansowych gospodarstw domowych



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: DAE@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl 22 521 67 97

Marta Petka-Zagajewska (kierownik) marta.petka-zagajewska@pkobp.pl 22 521 67 97
dr Marcin Czaplicki, CFA marcin.czaplicki@pkobp.pl 22 521 54 50
Urszula Kryńska urszula.krynska@pkobp.pl 22 521 51 32
Kamil Pastor kamil.pastor@pkobp.pl 22 521 81 08
dr Michał Rot michal.rot@pkobp.pl 22 580 34 22

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas: DAE@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na platformie Twitter oraz na stronie internetowej Centrum Analiz PKO Banku Polskiego:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Bank Polski

Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Piotr Bujak

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r, uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach. Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa, wpisana do rejestru przedsiębiorców prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m, st, Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.