

Odporni na szoki?

W SKRÓCIE:

- Pandemia i wojna zamieniły okres wielkiej stabilności (ang. *great moderation*) w czas wielkiej zmienności (ang. *great volatility*). Zaostrzone przez agresywne podwyżki stóp Fed warunki finansowe na świecie ujawniają fundamentalne słabości wielu gospodarek. Postanowiliśmy sprawdzić dla kogo trudniejsze otoczenie rynkowe może stanowić największe wyzwanie.
- W materiale przedstawiamy analizę porównawczą pozycji Polski na tle innych krajów UE i Wlk. Brytanii w szeregu obszarów postrzeganych jako miary stabilności gospodarki i przez pryzmat wskaźników, które są zazwyczaj obserwowane przez agencje ratingowe, instytucje międzynarodowe oraz uczestników rynku.
- Pozycja Polski na tle analizowanych gospodarek jest relatywnie dobra dzięki: (1) poprawiającej się pozycji fiskalnej, (2) umiarkowanym zmianom efektywnych kursów walutowych zarówno w ujęciu nominalnym, jak i realnym, (3) silnemu spadkowi kredytów dla gospodarstw domowych, który nie był poprzedzony okresem ich nadmiernej kreacji oraz (4) niskiemu poziomowi długu sektora prywatnego i długu zagranicznego.
- Główne „słabości” krajowej gospodarki to (1) duże natężenie procesów inflacyjnych, (2) wzrost rentowności krajowych obligacji, w tym spreadu względem niemieckiego benchmarku.
- W kolejnych miesiącach i kwartałach ograniczenie ryzyka ze strony rynków finansowych będzie w dużym stopniu zależne od odpowiedniego *policy-mix* oraz uzyskania dostępu do środków unijnych.

Wstęp

Istnieje wiele sposobów analizy wrażliwości gospodarek na wystąpienie tzw. stresu rynkowego, czyli epizodów np. odpływu kapitału powodującego silne osłabienie waluty, wzrost rynkowych stóp procentowych czy odcięcie podmiotów od finansowania. Rynki zazwyczaj śledzą zbiór wskaźników z wielu obszarów – bilansu płatniczego, kursów walutowych, kredytu i zadłużenia, wskaźników makroekonomicznych, mechanizmów kontroli przepływu kapitału i wydarzeń politycznych. Taką samą strategię w swoim klasycznym już artykule „Leading Indicators of Currency Crises” zarekomendowali Kaminsky, Lizondo i Reinhart. Odchylenie danego wskaźnika od „normalnego” poziomu sygnalizuje rosnące ryzyko pojawienia się w gospodarce nierównowagi. Im więcej takich nierównowag, tym większe ryzyko wystąpienia kryzysu.

W naszej analizie przedstawiamy pozycję Polski na tle państw UE oraz Wlk. Brytanii w kluczowych wskaźnikach z obszarów równowagi zewnętrznej, polityki fiskalnej, zadłużenia, procesów cenowych w gospodarce i sytuacji na rynkach (stopy procentowej i walutowym). Wskaźniki te są zazwyczaj analizowane m.in. przez agencje ratingowe, instytucje międzynarodowe i uczestników rynku.

Prezentujemy jak zmieniała się pozycja Polski od końca 2020. Analiza porównawcza ma większe znaczenie w obecnej sytuacji energetycznej. Przykładowo, negatywny odbiór przez rynki finansowe wysokiego deficytu fiskalnego wskutek finansowania działań osłonowych w związku z szokiem energetycznym może być mniejszy, jeśli podobny deficyt występuje też w innych państwach (analogicznie było podczas kryzysu pandemicznego).

Wśród analizowanych wskaźników Polska ma wyraźną przewagę w obszarach monetarnym i zadłużenia, wyróżniając się niską dynamiką podaży pieniądza M1,

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

www.pkobp.pl/centrum-analiz

Polska na tle państw UE+UK w wybranych wskaźnikach stabilnościowych**

Zmienna	ost.	Wartość	jedn.	Wskaźnik wrażliwości (z-score)
Dynamika M1 *	wrz'22	-5,6	% r/r	2,2
Zadłużenie sektora prywatnego*	1q22	74,0	% PKB	1,0
Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych*	wrz'22	-0,3	% r/r	0,9
Zadłużenie zagraniczne*	2q22	52,6	% PKB	0,9
Zadłużenie publiczne*	2q22	51,6	% PKB	0,5
REER	wrz'22	0,9	% r/r	0,3
Saldo fiskalne	2q22	-1,5	% PKB	0,3
Realna stopa procentowa ex ante	4q22	-1,3	%	0,1
Zmiana zadłużenia vs 4q*	2q22	-5,5	% PKB	0,1
CAB skorygowane o saldo kapitałowe i FDI	2q22	3,1	% PKB	0,0
Saldo obrotów bieżących	2q22	-3,5	% PKB	-0,5
Inflacja HICP*	wrz'22	15,7	% r/r	-0,6
NEER	wrz'22	-4,1	% r/r	-0,9
Inflacja HICP przy stałych stawkach podatkowych*	wrz'22	18,7	% r/r	-1,0
Inflacja HICP bazowa*	wrz'22	11,5	% r/r	-1,3
Spread rentowności 10Y do Bunda*	paź'22	565,3	pb	-1,7

Źródło: Macrobond, Eurostat, Bloomberg, BIS, EBC, MFW, krajowe urzędy statystyczne i banki centralne, PKO Bank Polski. *wskaźniki odwrócone (wyższa wartość, oznacza słabszą pozycję) **Wskaźnik wrażliwości obliczony na podstawie z-score – (wartość wskaźnika – średnia) / odchylenie stand.

niskim tempem wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych, niskim poziomem zadłużenia sektora prywatnego, publicznego i zagranicznego. Wskaźniki zbliżone do przeciętnej to zmiana REER, saldo fiskalne, realna stopa procentowa czy saldo rachunku obrotów bieżących. Odchylenie *in minus* dla Polski odnotowano dla NEER, rynkowych stóp procentowych (rentowności długoterminowych obligacji) oraz inflacji (por. tabela obok).

Zadłużenie sektora prywatnego jednym z najniższych w całej UE

Dynamika kredytu uchodzi za jeden z kluczowych wskaźników „przepowiadających” kryzysy finansowe, gdyż może determinować powstawanie cykli *boom-bust*. W przypadku Polski jest ona jedną z najniższych w grupie analizowanych państw, podobnie jak zadłużenie całego sektora prywatnego w relacji do PKB. W 2022, w efekcie zacieśniania polityki pieniężnej, Polska odnotowała jeden z najbardziej wyraźnych, wśród analizowanych państw, spadków dynamiki kredytu dla gospodarstw domowych (w okresie od końca 2021 do września 2022 dynamika spadła o 5,2pp r/r). Podobny trend jest widoczny w innych gospodarkach regionu (Czechy, Węgry, Rumunia), których banki centralne również znacząco zaostrzały politykę pieniężną. W przypadku Polski nie można jednak mówić o cyklu kredytowym *boom-bust*, gdyż zarówno na koniec 2020, jak i 2021 tempo wzrostu kredytu dla gospodarstw domowych pozostawało na umiarkowanym poziomie (nie przekraczając 5% r/r) wobec wzrostów o kilkanaście procent na Węgrzech, czy o blisko 10% r/r w Czechach na koniec 2021.

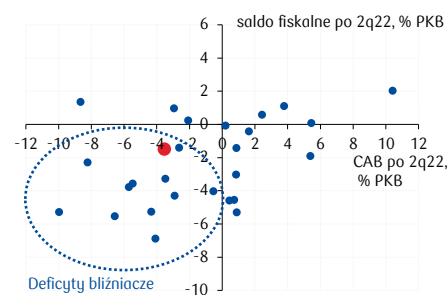
Dokonane zacieśnienie monetarne zredukowało także prawdopodobieństwo przegrzania gospodarki wskutek nadmiernego wzrostu masy pieniądza w obiegu (patrz wykresy 4. i 5.). Efekty podwyżek stóp procentowych w Polsce są widoczne nie tylko w danych o dynamice kredytu, ale także w podaży pieniądza M1. Wskaźnik ten w 2020 odnotował znaczący wzrost m.in. ze względu na wysoki popyt na płynne środki, w tym gotówkę. Obniżenie dynamiki M1 w Polsce od grudnia 2020 do września 2022 było największe wśród analizowanych gospodarek. Obecnie (dane za wrzesień) jedynie Polska i Czechy odnotowują spadek agregatu M1 w ujęciu rocznym. To istotny czynnik dezinflacyjny, którego oddziaływanie w perspektywie najbliższych miesięcy powinniśmy zobaczyć szczególnie w segmencie konsumpcji gospodarstw domowych.

Dług i deficyt sektora publicznego

W ciągu ostatnich 4 kwartałów odnotowany w Polsce spadek poziomu długu publicznego (ESA) w relacji do PKB (o 5,0pp) był głębszy niż mediana spadku w analizowanej grupie państw (3,8pp, patrz wykres 1.). Pomimo trwającej wojny w Ukrainie i wzmożonych wydatków ponoszonych m.in. w związku ze wsparciem uchodźców i pomocą dla Ukrainy, kondycja sektora finansów publicznych w Polsce poprawiała się więc szybciej niż przeciętnie w innych państwach. Korzystnej sytuacji zadłużeniowej Polski sprzyja także wydajny fiskalnie i wysoki nominalny wzrost PKB. Wynik fiskalny z wyłączeniem wydatków inwestycyjnych na nowe aktywa od dłuższego czasu utrzymuje się w obszarze nadwyżkowym, lokując Polskę w czołówce państw UE.

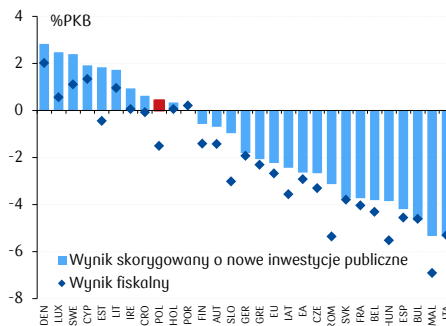
Kondycja sektora finansów publicznych w Polsce pozostaje relatywnie dobra na tle Europy, chociaż w najbliższym czasie wyzwaniem będzie: (1) koszty walki z kryzysem energetycznym, (2) finansowanie transformacji energetycznej (szczególnie w obliczu niepewności dotyczącej napływu funduszy unijnych), (3) wzrost nakładów na obronność, a także (4) wyższe koszty obsługi długu w warunkach znaczącego wzrostu rentowności obligacji. Ogłoszone dotychczas programy fiskalne, mające osłaniać gospodarkę przed skutkami skokowego wzrostu cen energii, są przeciętne na tle analizowanych państw.

Deficyty bliźniacze (saldo CAB oraz fiskalne) w Polsce (czerwona kropka) na tle UE i Wielkiej Brytanii*



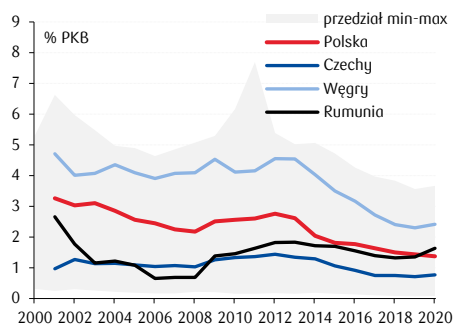
Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski. *suma ciągniona za 4q.

Wynik fiskalny skorygowany o nowe inwestycje (suma ciągniona za 4q)



Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

Koszty obsługi długu (wg COFOG) w UE i Wielkiej Brytanii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Bilans płatniczy

Obserwowane w 2022 pogorszenie salda obrotów bieżących w Polsce wynika przede wszystkim z pogłębienia deficytu w handlu towarami, spowodowanego gwałtownym wzrostem cen surowców energetycznych oraz bardzo silną rozbudową zapasów w obliczu utrzymujących się trudności zaopatrzeniowych i obaw przed wzrostem cen (więcej w Makro Focusie [Bilans płatniczy: spokojnie, to tylko \(chwilowa\) awaria](#)). Pogorszenie salda CAB w relacji do PKB obserwowane jest u wszystkich europejskich importerów netto energii. Ponadto, krajowe saldo rachunku obrotów bieżących skorygowane o napływ inwestycji bezpośrednich pozostaje dodatnie, co oznacza, że nie ma problemu z koniecznością równoważenia bilansu za pomocą osłabienia waluty lub ograniczania importu (recesji). Negatywnie na tym tle prezentują się Węgry, w których deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB przekracza 7,5%, a nawet po skorygowaniu o napływ BIZ (krytycznych z punktu widzenia modelu rozwoju tego kraju) wynosi 3% PKB. W trudnej sytuacji jest również Rumunia, z deficytem CAB na poziomie ok. 10% PKB. W przypadku Polski zgromadzone rezerwy walutowe wystarczą do pokrycia ok. 5 miesięcy importu, co nie wskazuje na występowanie istotnych nierównowag zewnętrznych.

Dla Polski głównym zagrożeniem od strony bilansu płatniczego byłby znaczny spadek napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, który obecnie oscyluje w okolicach 5% PKB (w ujęciu 12-miesięcznym, skumulowanym). W tym kontekście, zwłaszcza krótkoterminowo, mniejszym źródłem ryzyka jest ewentualna (co jednak zdecydowanie nie jest naszym scenariuszem bazowym) utrata przez Polskę funduszy unijnych, które szacunkowo stanowią 2% PKB.

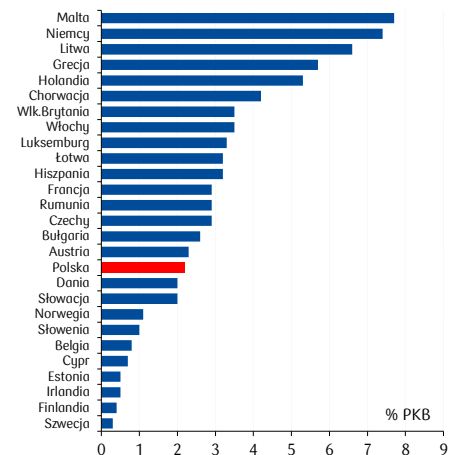
Mimo silnego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, zadłużenie zagraniczne w relacji do PKB jest w Polsce jednym z najniższych na tle próby, odzwierciedlając niskie uzależnienie od napływu „gorącego” kapitału spekulacyjnego. To stanowi dobry bufor w przypadku nagłych zmian kursu złotego. W tym kontekście, ze względu na kwestię walutowych kredytów hipotecyjnych, negatywnie wyróżnia się segment gospodarstw domowych. Warto jednak podkreślić, że portfel tych kredytów systematycznie i szybko się zmniejsza.

Stopy procentowe

Realna stopa procentowa deflowana prognozą inflacji na rok do przodu (kons. Bloomberg, a w razie braku konsensusu październikowa prognoza MFW) jest w Polsce ujemna. Oczekiwany spadek inflacji CPI w przyszłym roku, któremu obecnie towarzyszy relatywnie wysoki na tle próby poziom stóp procentowych w Polsce, zbliża poziom realnej stopy procentowej do mediany tego wskaźnika dla innych państw (w przeciwieństwie do sytuacji na koniec 2020 i 2021, patrz wykres 9.) sugerując, że dotychczasowa skala podwyżek stóp procentowych była odpowiednia. Ujemna stopa procentowa jest niekorzystna z punktu widzenia akumulacji oszczędności, która wspierałaby tendencje dezinflacyjne. W przypadku Polski nie jest to jednak widoczne w danych, wręcz przeciwnie – wzrost depozytów terminowych we wrześniu wyniósł 66% r/r w przypadku osób prywatnych oraz 11,2% r/r dla przedsiębiorstw.

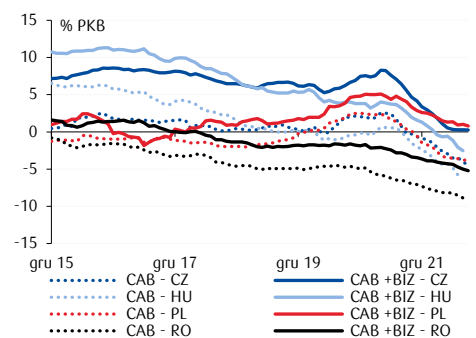
Rentowności obligacji w regionie istotnie rosną, głównie ze względu na oczekiwania dotyczące agresywnych podwyżek stóp procentowych amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Pewną miarą, która pozwala przynajmniej częściowo odseparować wpływ tego czynnika zewnętrznego, jest analiza zmian spreadów rentowności obligacji poszczególnych państw do niemieckiego Bundu. W przypadku obligacji 10Y spread polskich papierów był w październiku trzecim najwyższym po Węgrzech i Rumunii. Trzeba jednak pamiętać, że w przypadku Polski rentowność obligacji w lokalnej walucie jest „podbijana” względem fundamentalnej oceny ryzyka fiskalnego i stabilności gospodarki przez napięte warunki płynnościowe, w tym sytuację na rynku basis swap.

Wartość działań fiskalnych związanych z kryzysem energetycznym



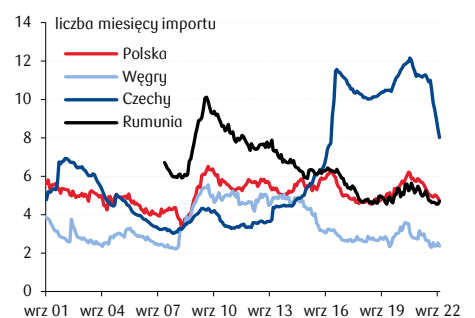
Źródło: Bruegel, PKO Bank Polski

Saldo CAB w regionie EŚW skorygowane o napływ BIZ



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Ile miesięcy importu pokryją rezerwy walutowe?



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja

Procesy inflacyjne w całej Europie są niezwykle dynamiczne ze względu na konsekwencje kryzysu energetycznego. Coraz powszechniejsze są efekty drugiej rundy, utrzymują się ograniczenia podaży jeszcze z czasów pandemii. Indeks zaskoczeń inflacyjnych Citi pokazuje, że to właśnie Europa została najmocniej dotknięta szokiem energetycznym. W Polsce oraz w państwach regionu proinflacyjnie oddziałuje także napięta sytuacja na rynku pracy. Dynamika procesów inflacyjnych (por. wykres na marginesie) sugeruje, że w naszym regionie ryzyko utraty kontroli nad inflacją jest największe na Węgrzech. Gorzej od Polski wypadają również Czechy.

Kurs walutowy

W przypadku Polski efektywny kurs walutowy (NEER, kurs walutowy ważony udziałem partnerów handlowych) w 2021 osłabił się o 4,3%, a od grudnia 2021 do września 2022 o kolejne 4,1%. Uwzględniając wpływ inflacji złoty osłabił się wobec koszyka walut (REER, realny efektywny kurs walutowy) w 2021 tylko o 1%, a w 2022 (wrz'22 vs gru'21) nawet umocnił się, o 0,9%. Oznacza to, że skala osłabienia PLN w ostatnich latach była (w ujęciu makroekonomicznym) ograniczona, pomimo znacznych zmian nominalnych. To oznacza także, że konkurencyjność cenowa Polski nie zmieniła się istotnie. Tendencje w regionie CEE są zróżnicowane – Węgry doświadczają silnej deprecjacji forinta (NEER spadł w tym roku o ponad 10%, a REER o 2,7%), za to czeska korona umacnia się (NEER wzrósł o 1,7%, a REER aż o 9%). Różnice wynikają z prowadzonej w tych państwach polityki makroekonomicznej – Czesi systematycznie interweniują na rynku, aby umacniać swoją walutę, Węgrzy zmagają się z poważnymi wyzwaniami dotyczącymi stabilności makroekonomicznej, a Polska, poprzez stopniową deprecjację złotego, stara się wspierać model rozwoju opartego na eksporcie.

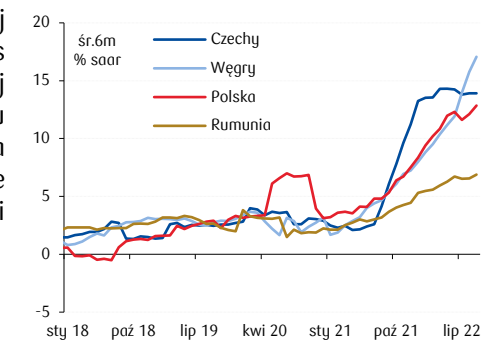
Podsumowanie

Podsumowaniem naszej analizy jest przedstawiona poniżej tabela (por. następna strona). W obliczu piętrzących się wyzwań w światowej gospodarce i możliwych turbulencji na globalnym rynku finansowym, pozycja wyjściowa polskiej gospodarki jest solidna. Na tle analizowanej grupy państw, a także na tle regionu, Polskę wyróżniają korzystne wskaźniki fiskalne oraz niewielkie zadłużenie prywatne i zagraniczne, które zmniejsza wrażliwość krajowej gospodarki na ewentualne szoki, takie jak gwałtowny wzrost kosztów obsługi długu, czy znaczne osłabienie PLN.

Relatywne „słabości” Polski to (1) wysoka inflacja, zwłaszcza, że wg prognoz w 2023 dynamika cen konsumpcyjnych w Polsce będzie nadal podwyższona wobec oczekiwanych spadków w innych państwach, oraz (2) agregat wskaźników rynkowych. W przypadku tego ostatniego w szczególności pod silną presją znajduje się rynek obligacji - spread rentowności polskich 10-latek do niemieckiego Bunda jest jednym z najwyższych w analizowanej grupie państw. Mniej „uwagi” przywiązywaliśmy do wciąż ujemnych, pomimo znaczących podwyżek stóp nominalnych, realnych stóp procentowych w Polsce. Prognozy inflacji na przyszły rok wskazują bowiem, że realne stopy procentowe zblizną się do mediany dla analizowanej grupy państw.

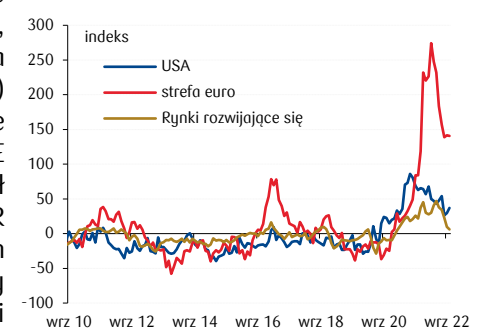
Nasza analiza pokazuje, że pozycja Polski jest nawet silniejsza od kilku gospodarek, które tradycyjnie mogłyby być postrzegane jako dużo bardziej „bezpieczne” (np. Francja, Belgia, Holandia). Warto jednak pamiętać, że mocne na dziś fundamenty nie gwarantują pełnej odporności gospodarek na sytuacje kryzysowe, jeżeli nie będzie im towarzyszyć odpowiednia polityka makroekonomiczna, w której istotną rolę mają zarówno działania po stronie monetarnej, jak i fiskalnej.

Impet inflacji bazowej HICP w regionie CEE



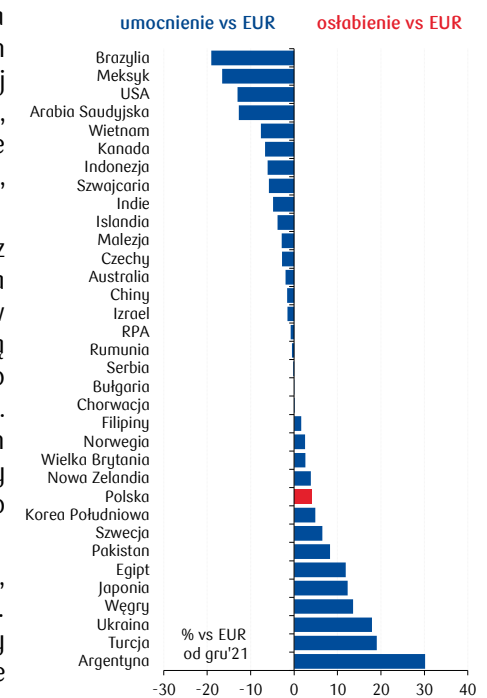
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks zaskoczeń inflacyjnych Citi



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zmiany kursów walut vs EUR – paź. 2022 vs gru. 2021 (średniomiesięczne)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

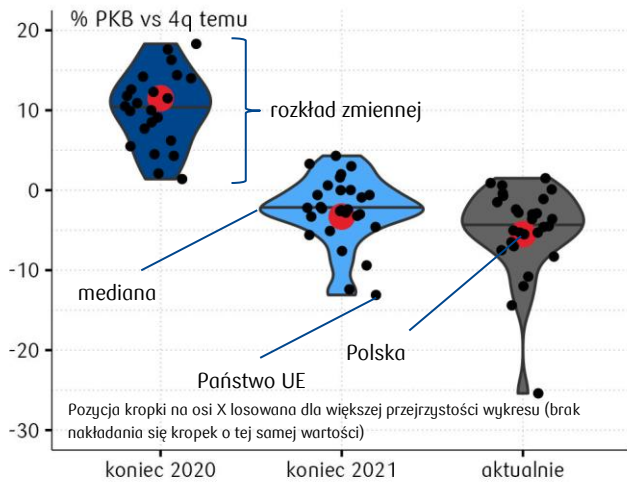
Indeks wrażliwości państw UE i Wielkiej Brytanii*

Państwo	Sfera fiskalna	Procesy inflacyjne	Równowaga zewnętrzna	Kurs walutowy	Wskaźniki rynków finansowych	Kredyt i pieniądz	Zadłużenie prywatne i zagraniczne	OGÓŁEM
Dania	1,1	0,5	0,9	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,4
Czechy	-0,3	-1,2	-0,3	2,1	0,3	1,0	0,8	0,4
Niemcy	-0,1	0,6	0,3	-0,1	0,4	0,2	0,3	0,2
Grecja	0,3	0,2	-0,8	0,3	0,0	1,6	0,0	0,2
Irlandia	0,6	0,8	2,1	-0,7	0,5	-0,6	-1,2	0,2
Chorwacja	0,7	-0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,3	0,8	0,2
Austria	-0,1	0,5	0,0	-0,1	0,7	-0,2	0,2	0,1
Portugalia	0,2	0,5	-0,1	0,3	0,3	-0,4	0,1	0,1
Finlandia	0,0	0,9	-0,4	-0,5	0,3	0,8	-0,1	0,1
Hiszpania	-0,6	0,8	-0,1	-0,3	0,2	0,5	0,1	0,1
Luksemburg	0,5	0,8	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1		0,1
Polska	0,3	-0,9	-0,2	-0,3	-0,8	1,6	0,9	0,1
Słowenia	0,0	0,3	0,0	0,1	-0,1	-0,6	0,7	0,0
Szwecja	0,7	0,5	0,3	-1,6	0,5	0,2	-0,5	0,0
Holandia	0,4	-0,6	0,9	0,3	0,8	-0,7	-1,0	0,0
Włochy	-1,0	0,7	-0,2	-0,3	0,0	0,4	0,5	0,0
Francja	-0,8	1,2	-0,3	-0,5	0,4	0,1	-0,5	-0,1
Cypr	0,8	0,6	-0,5	0,2	-0,1	1,0	-2,6	-0,1
Rumunia	-0,6	0,1	-0,9	1,1	-1,1	0,0	0,9	-0,1
Słowacja	-0,4	-0,2	-0,6	0,7	-0,3	-0,2	0,4	-0,1
Belgia	-0,6	0,4	-0,4	-0,2	0,5	-0,3	-0,4	-0,2
Łotwa	-0,2	-1,3	-0,5	0,7	-0,6	-0,1	0,6	-0,2
Malta	-0,6	0,8	1,8	-0,3	-0,4	-0,8	-2,4	-0,3
Estonia	0,5	-1,9	0,5	0,8	-2,1	-0,4	0,7	-0,3
Bułgaria	0,0	-0,6	0,0	0,7	-1,5	-1,9	0,9	-0,3
Wlk. Brytania	-0,7	0,6	-0,7	-1,5	0,2	-0,2	-0,2	-0,4
Litwa	0,7	-1,7	0,0	0,7	-1,6	-1,9	0,8	-0,4
Węgry	-0,8	-1,6	-0,6	-2,2	0,2	-0,8	0,5	-0,7

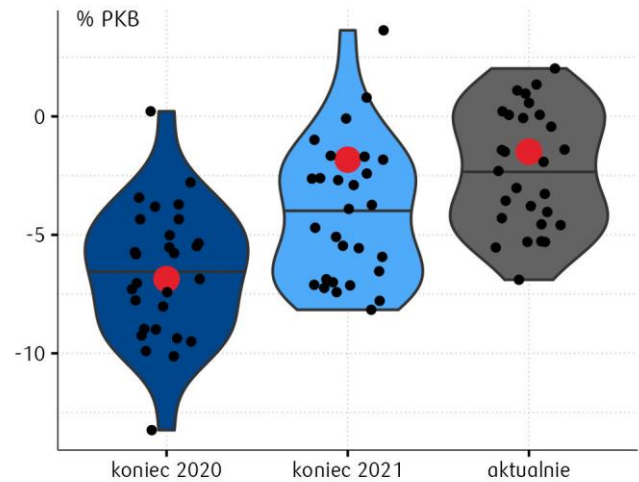
Źródło: Macrobond, Eurostat, Bloomberg, BIS, EBC, krajowe urzędy statystyczne i banki centralne, obliczenia własne PKO Bank Polski. *Indeks stanowi średnią z 7 obszarów dla państw Unii Europejskiej i Wielkiej Brytanii. Wartości dla każdego obszaru oznaczają średni z-score składowych: Sfera fiskalna (zadłużenie/PKB, zmiana zadłużenia/PKB, saldo fiskalne), Procesy inflacyjne (HICP, HICP bazowy, HICP bez podatków), Równowaga zewnętrzna (CAB, CAB+FDI+BIZ), Kurs walutowy (NEER, REER), Wskaźniki rynków finansowych (spread rentowności do Bundu, realna stopa procentowa ex ante), Kredyt i pieniądz (dynamika M1 i kredytu dla gospodarstw domowych), Zadłużenie prywatne i zagraniczne (zadłużenie prywatne/PKB i zadłużenie zagraniczne/PKB).

Polska (czerwona kropka) na tle państw UE i Wielkiej Brytanii, cz.1

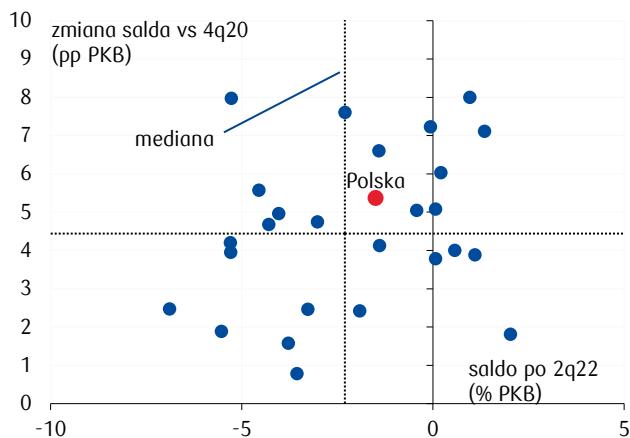
1. Zmiana poziomu długu publicznego do PKB



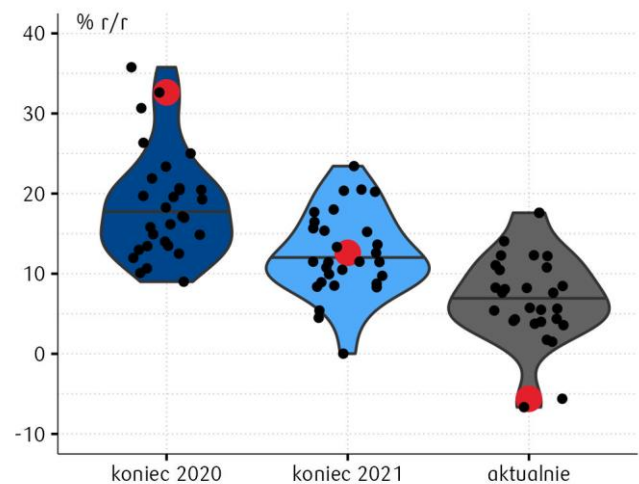
2. Saldo SFP w relacji do PKB (suma ciągniona 4q)



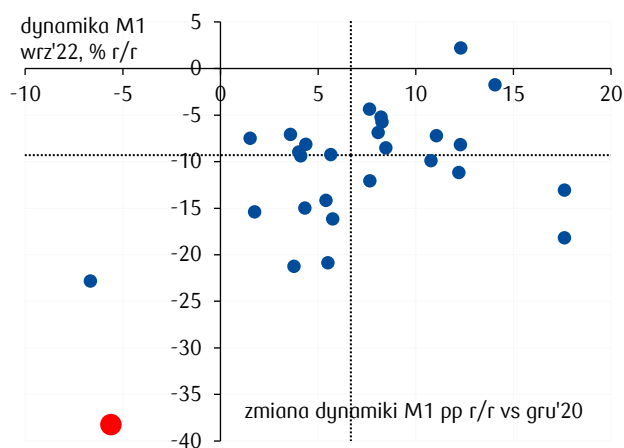
3. Relatywna zmiana salda SFP vs 2q22 vs 4q20



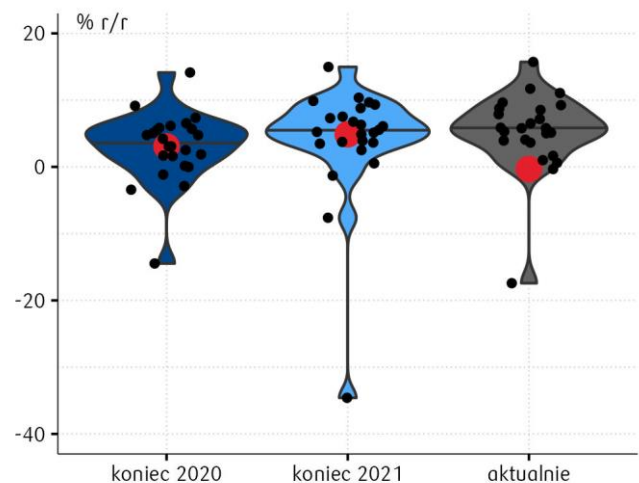
4. Dynamika podaży pieniądza M1



5. Relatywna zmiana podaży pieniądza M1 wrz'22 vs gru'20



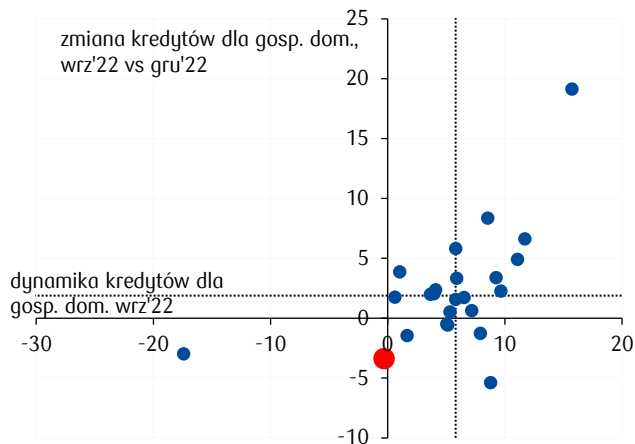
6. Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych



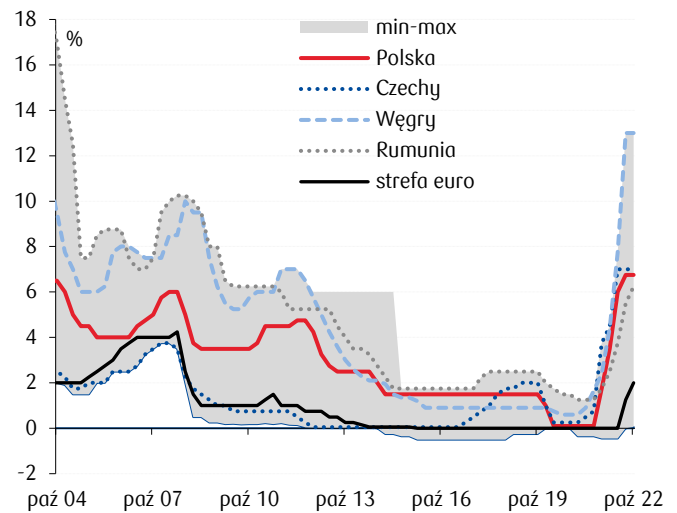
Źródło: NBP, GUS, Macrobond, Bloomberg, EBC, Eurostat, obliczenia własne PKO Bank Polski. **aktualnie* oznacza ostatnie dostępne dane, czyli odpowiednio: 2q22 dla długu, 2q22 dla deficytu SFP, wrz'22 dla dynamiki M1, wrz'22 dla dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych.

Polska (czerwona kropka) na tle państw UE i Wielkiej Brytanii, cz.2

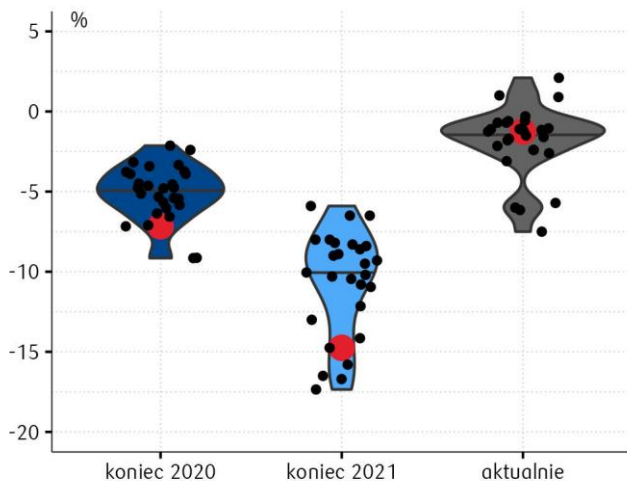
7. Relatywna zmiana kredytów dla gospodarstw domowych wrz'22 vs gru'20



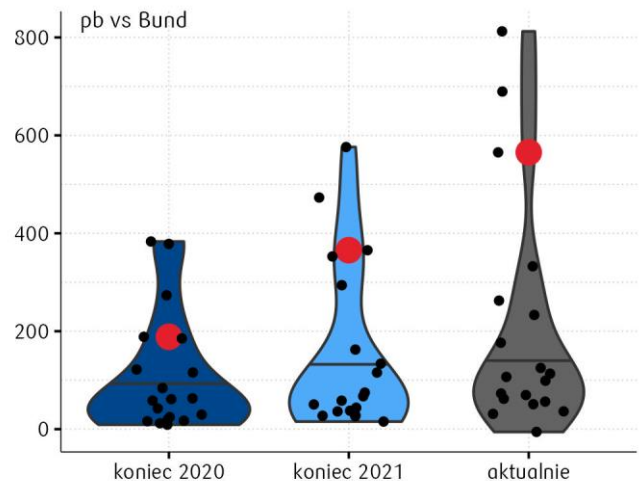
8. Nominalne stopy procentowe w UE i Wielkiej Brytanii



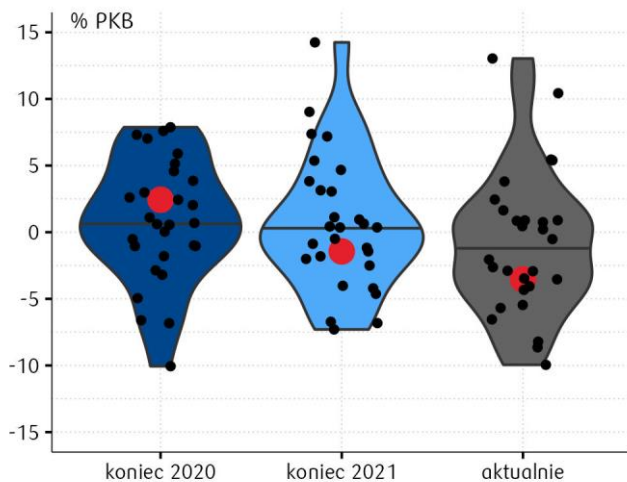
9. Realna stopa procentowa (deflowana konsensusem inflacji wg Bloomberg na „za rok”)^



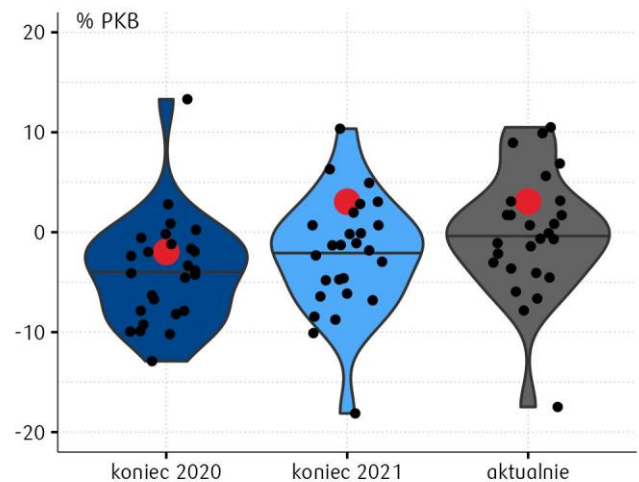
10. Spread rentowności 10Y vs niemiecki Bund



11. Saldo obrotów bieżących (CAB)



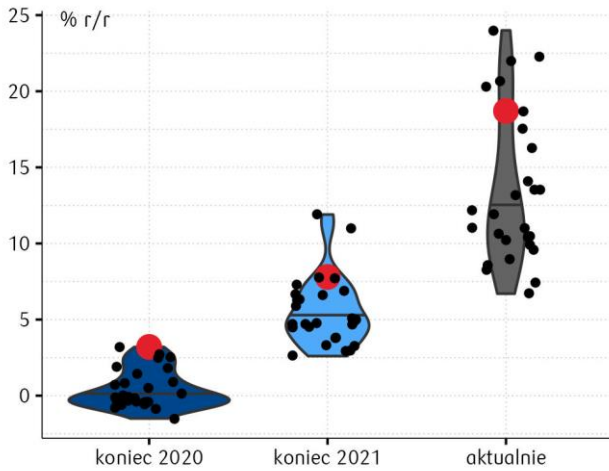
12. CAB skorygowane o BIZ i saldo kapitałowe



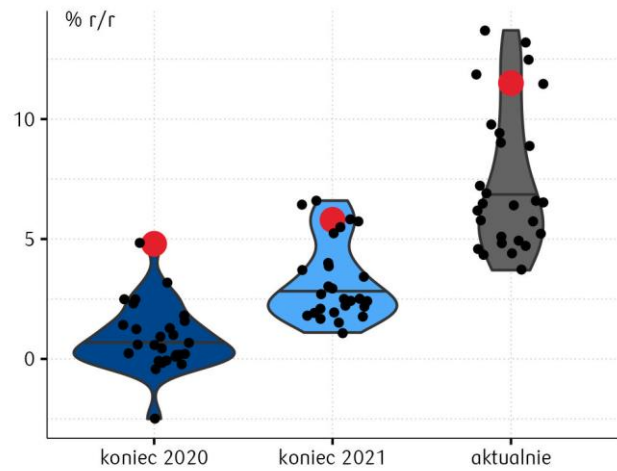
Źródło: NBP, GUS, Macrobond, Bloomberg, EBC, Eurostat, obliczenia własne PKO Bank Polski. **aktualnie" oznacza ostatnie dostępne dane, czyli odpowiednio: wrz'22 dla dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych, 4q22 dla realnej stopy procentowej, paź'22 dla rentowności obligacji, 2q22 dla CAB; ^prognoza inflacji na podstawie konsensusu Bloomberg lub w przypadku ich braku prognoz MFW; #suma ciągniona 4q

Polska (czerwona kropka) na tle państw UE i Wielkiej Brytanii, cz. 3

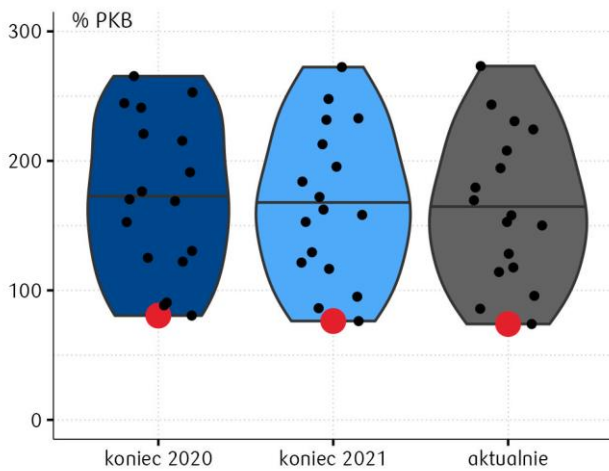
13. Inflacja HICP (przy stałych stawkach podatkowych)



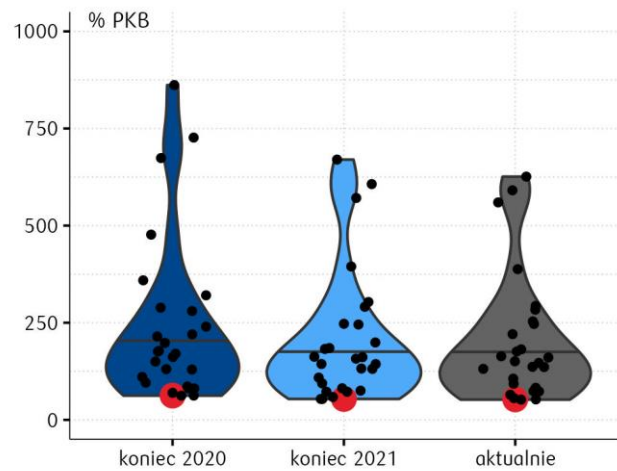
14. Inflacja bazowa HICP



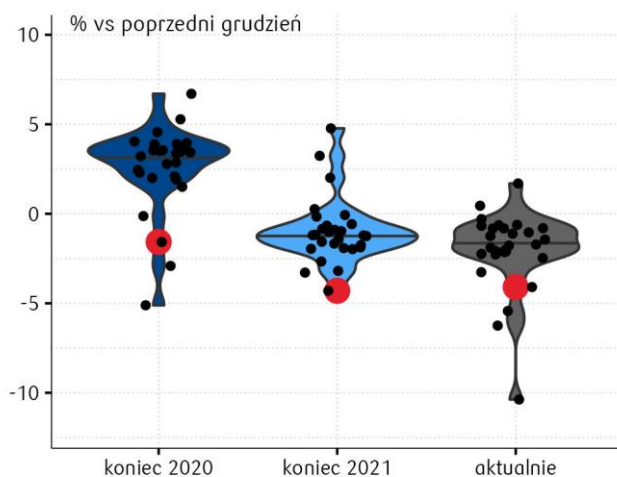
15. Zadłużenie sektora prywatnego % PKB



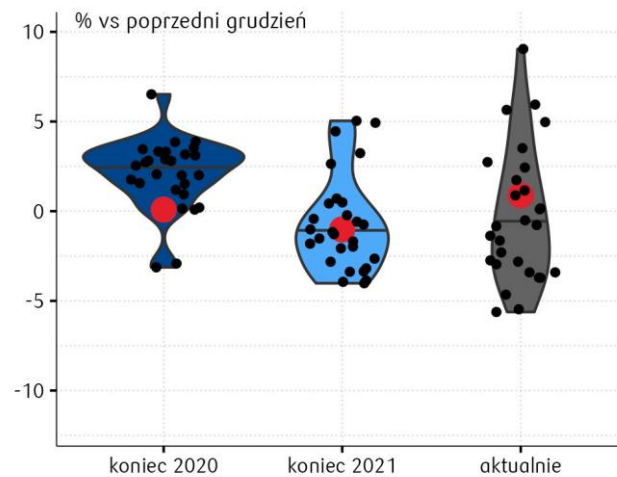
16. Zadłużenie zagraniczne % PKB



17. Nominalny efektywny kurs walutowy (NEER) - spadek to osłabienie waluty



18. Realny efektywny kurs walutowy (REER) - spadek to osłabienie waluty



Źródło: NBP, GUS, Macrobond, Bloomberg, EBC, BIS, Eurostat, Bank Światowy, obliczenia własne PKO Bank Polski. **aktualnie" oznacza ostatnie dostępne dane, czyli odpowiednio: wrz'22 dla wskaźników inflacyjnych, 1q22 dla zadłużenia prywatnego, 2q22 dla zadłużenia zagranicznego, paź'22 dla NEER i REER.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa
t: 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

Marta Petka-Zagajewska (Kierownik)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	22 521 67 97
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
Anna Wojtyński	anna.wojtyniak@pkobp.pl	22 521 54 50

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

Nasze analizy znajdziesz również na **Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



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 0000026438, NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.