

Bilans płatniczy: spokojnie, to tylko (chwilowa) awaria

W SKRÓCIE:

- W trakcie ostatnich kilkunastu miesięcy nastąpiło gwałtowne pogorszenie salda obrotów bieżących bilansu płatniczego polskiej gospodarki. Przeszliśmy od nadwyżki rzędu 3% PKB do deficytu na poziomie 4% PKB. To jeden z elementów, który może rodzić obawy/wątpliwości co do stabilności makroekonomicznej w Polsce i mógłby potencjalnie wpływać na notowania złotego i polskich aktywów. Postanowiliśmy więc wziąć ten temat pod lupę.
- Szczegółowa analiza pokazuje, że główną przyczyną pogorszenia salda obrotów bieżących jest negatywny szok *terms of trade* związany z kryzysem energetycznym (drastyczny wzrost cen ropy i gazu ziemnego) oraz popandemicznymi zaburzeniami w globalnym handlu, w tym zwiększaniem stanu zapasów (wyższe ceny dóbr zaopatrzeniowych).
- Ograniczenie cen surowców energetycznych, prawdopodobne odwrócenie cyklu zapasów oraz widoczne już złagodzenie ograniczeń podażyowych w światowym handlu pozwala oczekiwać poprawy salda towarowego.
- Czynnikiem trwale działającym w stronę pogorszenia salda obrotów bieżących w Polsce jest natomiast pogłębiający się deficyt dochodów pracowników, wynikający z krótkookresowego charakteru migracji do Polski oraz z napływu uchodźców z Ukrainy.
- Co ważne dla oceny stabilności makroekonomicznej, bardzo duża część przejściowo zwiększonego deficytu na rachunku obrotów bieżących (i aż 60% deficytu na rachunku dochodów pierwotnych) finansowana jest przez reinwestowane zyski w ramach bezpośrednich inwestycji zagranicznych.
- Ponadto, znaczenie rynkowe pogorszenia salda handlowego i całego rachunku obrotów bieżących jest ograniczone przez występowanie podobnie (a nawet bardziej) negatywnych tendencji w innych państwach.

Gwałtowne przejście od solidnej nadwyżki do dużego deficytu

W ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy obserwujemy gwałtowne pogorszenie salda rachunku bieżącego (CAB) bilansu płatniczego polskiej gospodarki. Po lipcu 2022 deficyt bieżący stanowił 4% PKB (ujęcie płynnego roku), podczas gdy na początku 2021 mieliśmy nadwyżkę równą 3% PKB. Pogorszenie salda o 7% PKB w ciągu zaledwie 19 miesięcy jest bezprecedensowe, a deficyt obrotów bieżących jest obecnie największy od końca 2012. Równie gwałtowne negatywne zmiany obserwujemy w przypadku łącznego salda rachunków bieżącego i kapitałowego, co wskazuje na znaczący wzrost zapotrzebowania na zewnętrzne finansowanie. W rezultacie, pogorszył się też obraz rachunku finansowego.

Za pogorszenie CAB w relacji do PKB w porównaniu do początku 2021 odpowiada przede wszystkim pogorszenie salda towarowego (o 5,4pp). Widoczny jest też negatywny wpływ salda dochodów pierwotnych (1,2pp) i wtórnych (0,7pp). Te negatywne tendencje były w niewielkim stopniu łagodzone przez wzrost nadwyżki w handlu usługami (0,3% PKB).

Eksplzja deficytu wymiany towarowej

Handel towarami znalazł się pod wpływem negatywnego szoku *terms of trade*. Ceny transakcyjne w imporcie rosły znacznie mocniej niż w eksporcie, przy czym w obu przypadkach były to historycznie wysokie dynamiki (wykres obok). Publikowany przez GUS wskaźnik *terms of trade* spadł gwałtownie, do poziomów nienotowanych od co najmniej 2010, wskazując na pogorszenie relacji

Zespół Analiz Makroekonomicznych

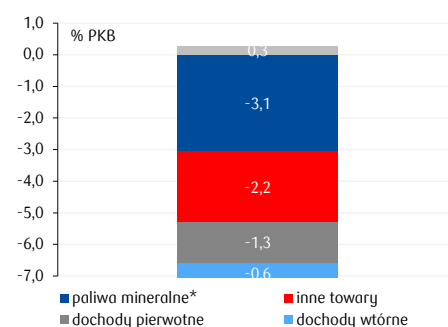
analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

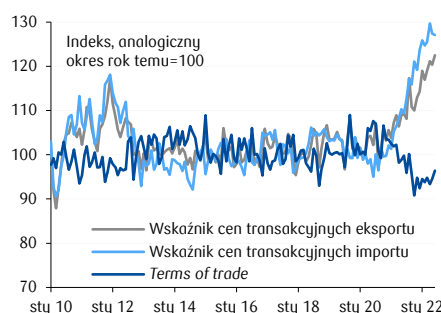
www.pkobp.pl/centrum-analiz

Dekompozycja zmiany CAB wobec stycznia 2021



Źródło: NBP, Eurostat, GUS, PKO Bank Polski.
*skorygowane o część niejawną, dane do czerwca

Ceny w eksporcie i imporcie



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

opłacalności cenowej eksportu względem importu. Ten szok ma swoje źródła w przeważającej mierze poza polską gospodarką. Po pierwsze, wynika on ze wzrostu cen importowanych surowców i komponentów w związku z ograniczeniami podażowymi, z jakimi od pandemii boryka się światowa gospodarka. Negatywny szok *terms of trade* został dodatkowo wzmocniony przez gwałtowny wzrost cen surowców energetycznych po napaści Rosji na Ukrainę. Co ważne, to niekorzystne zjawisko dotyczy bardzo wielu gospodarek, szczególnie europejskich. Podobne tendencje jak w polskim bilansie płatniczym obserwujemy również w innych, najważniejszych państwach naszego regionu (wykres obok). Na Węgrzech pogorszenie równowagi w wymianie z zagranicą rozpoczęło się przy mniejszej nadwyżce niż w Polsce, w Czechach ewolucja CAB w ostatnich kwartałach jest bardzo zbliżona do obserwowanej w naszym kraju.

Gwałtowny wzrost cen importu surowców energetycznych odpowiada za ponad połowę pogorszenia polskiego salda handlowego w ciągu ostatnich 6 kwartałów. Gwałtowny wzrost deficytu handlowego w trakcie minionego roku dotyczy również kategorii towary zaopatrzeniowe. Wzrost deficytu w handlu dobrami zaopatrzeniowymi można wiązać z ograniczeniami podażowymi, z którymi globalna gospodarka borykała się wychodząc z pandemii. Ich skutkiem jest z jednej strony wyraźny wzrost cen komponentów, z drugiej zaś wymuszona zmiana sposobu zarządzania zapasami w przedsiębiorstwach z *just in time* na *just in case*, która zaowocowała w Polsce bardzo gwałtownym przyrostem zapasów. Mniejsze wahania salda handlowego dotyczą dóbr inwestycyjnych (gdzie obserwujemy niewielki deficyt) i konsumpcyjnych (z solidną nadwyżką handlową). W naszej ocenie, stabilnie rosnący trend salda handlu dobrami konsumpcyjnymi dobrze obrazuje wysoką konkurencyjność polskiej gospodarki i pozwala stwierdzić, że pogorszenie salda handlowego Polski nie ma strukturalnego i trwałego charakteru.

Zapasy są ze swojej natury importochłonne, a analiza danych historycznych wskazuje na wyraźną zależność pomiędzy ich zmianą nominalną (w ujęciu rachunków narodowych) a kwartalnym saldem wymiany towarowej w kategorii „towary zaopatrzeniowe”. W 2q22 przyrost zapasów w gospodarce był kontynuowany, ale jego skala była o połowę mniejsza w porównaniu z rekordowym 1q22. Kolejne kwartały prawdopodobnie pokażą dalsze odwracanie się cyklu zapasów w otoczeniu słabnącego popytu oraz spadających i znacznie mniejszych niż pod koniec 2021 utrudnień w funkcjonowaniu globalnych łańcuchów dostaw (jak wskazuje m.in. opracowywany przez NYFed wskaźnik zaburzeń w globalnych łańcuchach wartości dodanej). Dodatkowo, na niektórych rynkach surowcowych obserwujemy w ostatnim czasie normalizację – ceny ropy naftowej oraz niektórych innych surowców przemysłowych znajdują się wyraźnie poniżej szczytów obserwowanych po wybuchu wojny. Istotny wyjątek stanowią niestety ceny gazu ziemnego, węgla i energii elektrycznej, które notują rekordowe poziomy w oczekiwaniu na ciężki sezon grzewczy w Europie.

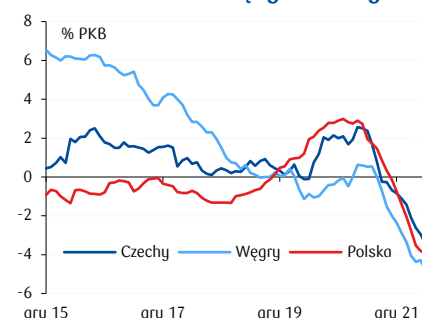
Opisane zmiany w wymianie towarowej oznaczają, że pogorszenie salda handlowego nie ma charakteru strukturalnego i w średnim terminie sytuacja powinna ulegać poprawie dzięki spadkowi cen surowców oraz niższemu popytowi na towary zaopatrzeniowe w związku z odwróceniem się cyklu zapasów.

Rachunek dochodów pod presją wynagrodzeń pracowników

Deficyt rachunku dochodów pierwotnych po lipcu stanowił 4,9% PKB. Główną składową ujemnego salda są dochody z inwestycji, ale obserwujemy też coraz bardziej ujemne saldo wynagrodzeń pracowników. Głęboko ujemne saldo dochodów z inwestycji odzwierciedla głównie zyski inwestorów bezpośrednich osiągnięte w krajowych podmiotach. Niemal 60% z tych zysków jest reinwestowane i wraca do polskiej gospodarki jako napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ) – **deficyt w dochodach z inwestycji w dużej mierze sam się więc finansuje**. W ostatnich latach ta relacja systematycznie rośnie.

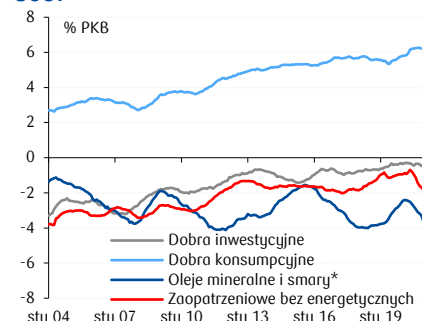
Wzrost deficytu w wynagrodzeniach pracowników jest mniej spektakularny, jednak naszym zdaniem może mieć poważniejsze konsekwencje niż w przypadku dochodów z inwestycji. W rachunku dochodów pierwotnych widzimy całość

Saldo obrotów bieżących w regionie



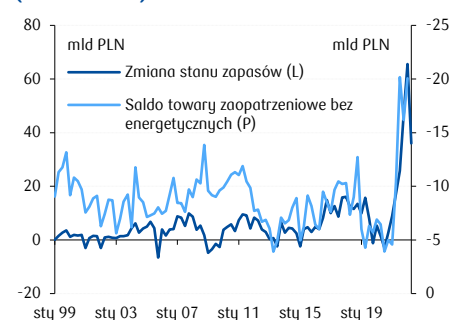
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo towarowe wg kategorii dóbr



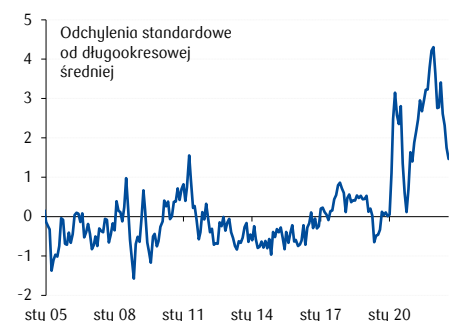
Źródło: Eurostat, GUS, PKO Bank Polski, obliczenia własne. *skorygowane o część niejawną

Cykl zapasów vs saldo towarowe (kwartalne)



Źródło: GUS, Eurostat, PKO Bank Polski

Barometr zaburzeń w globalnym handlu



Źródło: NYFed, PKO Bank Polski.

wynagrodzeń nierezydentów pracujących w Polsce, oraz zarobki polskich rezydentów pracujących za granicą. Migranci z Polski z reguły przebywają w krajach docelowych dłużej niż rok (zwłaszcza ci z największej fali migracji, do Wielkiej Brytanii, po otwarciu tamtejszego rynku pracy dla pracowników z Polski, w mniejszym stopniu dotyczy to rynku niemieckiego). Do Polski po 2014 napływają natomiast pracownicy krótkookresowi z Ukrainy. Od kilku kwartałów bilans dochodów tych dwóch grup jest dla Polski niekorzystny, a zapewne jeszcze ulegnie pogorszeniu za sprawą napływu uchodźców wojennych, z których większość prawdopodobnie podjęła już zatrudnienie w naszym kraju.

W miarę upływu czasu, migranci stają się rezydentami kraju docelowego - wówczas środki faktycznie przekazywane przez nich do ojczyzny są uwzględniane w dochodach wtórnych w pozycji przekazy zarobków. W tej kategorii od lat widzimy wysoki i stabilny napływ środków do Polski, który znacząco przewyższa wartość środków przekazanych przez pracowników z Polski. Łączne uwzględnienie dochodów z pracy ujętych w rachunku dochodów pierwotnych i wtórnych wskazuje na negatywny wpływ migracji na równowagę zewnętrzną gospodarki.

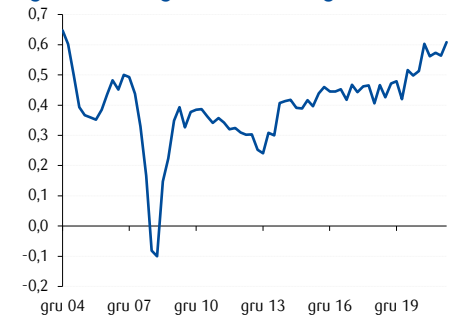
Rachunek kapitałowy pod wpływem wojny i funduszy UE

Rachunek kapitałowy wykazuje obecnie nadwyżkę rzędu 1% PKB, czyli niemal połowę mniej niż na początku 2021 oraz trzykrotnie mniej niż w najlepszym okresie w 2015. Pogorszenie rachunku kapitałowego wynika z dwóch czynników. Po pierwsze, mamy mniejsze przychody z tytułu transferów kapitałowych, które obejmują fundusze strukturalne UE przeznaczone na rozbudowę infrastruktury. Po drugie, mamy wzrost rozchodów w kategorii nabycie/sprzedaż aktywów niefinansowych. Do tej kategorii danych bilansu płatniczego zalicza się zakup i sprzedaż patentów, praw autorskich, licencji i znaków towarowych. Brak napływu środków w ramach KPO sprawi, że nie nastąpi oczekiwana wcześniej poprawa na rachunku kapitałowym. Dodatkowo, na rachunku kapitałowym jako wypływ może być rejestrowana pomoc przekazywana nieodpłatnie walczącej Ukrainie. W związku z tym, w najbliższym czasie można się spodziewać dalszego spadku nadwyżki na rachunku kapitałowym.

Presja na rachunek finansowy

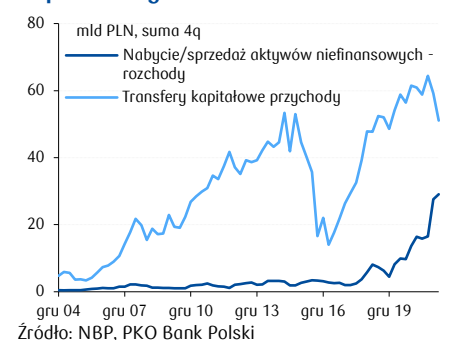
Po lipcu br. saldo rachunku finansowego (po wyeliminowaniu zmiany rezerw walutowych) było dodatnie na poziomie ok. 3,5% PKB, co oznacza, że mniej więcej takie było zapotrzebowanie polskiej gospodarki na finansowanie z zagranicy. Co ważne, to finansowanie jest zapewnione w postaci napływu BIZ. Tak jak wspominaliśmy wyżej, za pośrednictwem rachunku finansowego do polskiej gospodarki „wracają” w formie BIZ reinwestowane zyski wypracowane przez firmy z udziałem kapitału zagranicznego. Pomimo dużej niepewności geopolitycznej, nie widać oznak wycofywania się bezpośrednich inwestorów z Polski. Co więcej, dane UNCTAD nt. nowych inwestycji typu *greenfield* pokazują, że zapowiedziane inwestycje w Polsce były w 2021 niższe tylko niż w Niemczech, oraz wyraźnie wyższe niż w innych państwach UE. Nawet jeśli nie wszystkie z zapowiadanych przed wojną projektów zostaną zrealizowane, to Polska pozostanie państwem o wyraźnych napływach BIZ. Ich listę w najbliższym czasie wzbogacać mogą inwestycje w sektorze zbrojeniowym, gdzie część z podpisanych kontraktów zakłada przynajmniej częściowe przeniesienie produkcji do Polski.

Relacja reinwestowanych zysków do zysków z BIZ ogółem



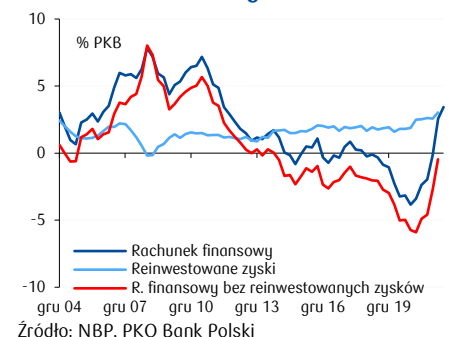
Źródło: NBP, PKO Bank Polski

Składowe rachunku kapitałowego



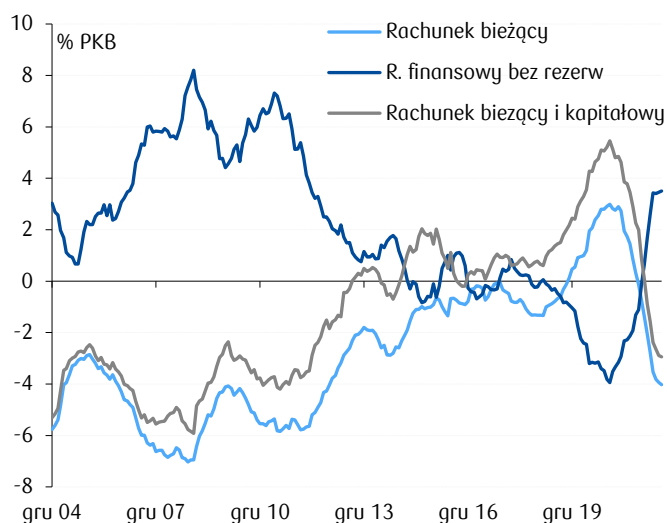
Źródło: NBP, PKO Bank Polski

Rachunek finansowy

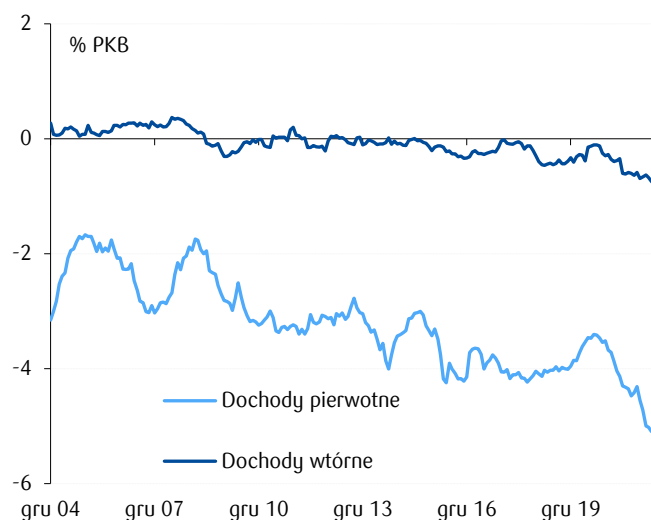


Źródło: NBP, PKO Bank Polski

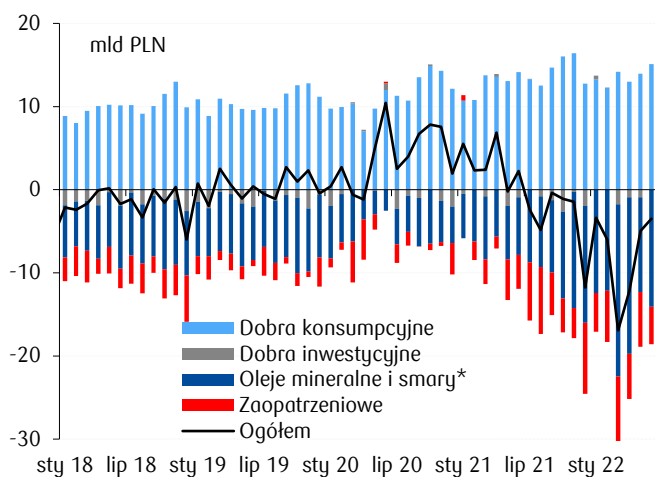
Saldo rachunku bież., kapitałowego i finansowego



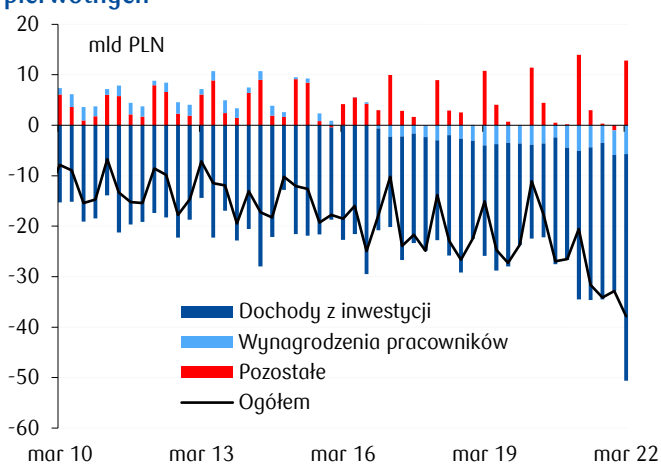
Saldo rachunku dochodów



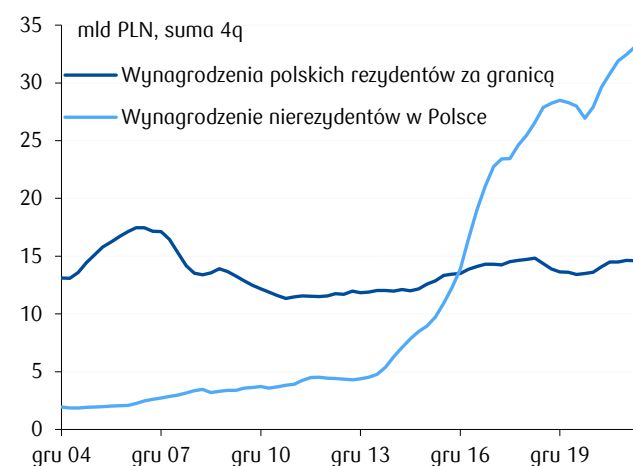
Dekompozycja miesięcznego salda handlowego



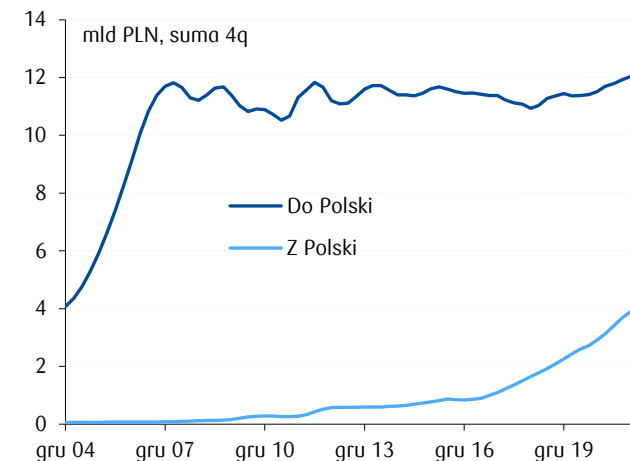
Dekompozycja kwartalnego salda dochodów pierwotnych



Wynagrodzenia pracowników



Przekazy zarobków



Źródło: NBP, GUS, Eurostat, PKO Bank Polski, obliczenia własne. *skorygowane o część niejawną

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

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**:



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