

Wiesław Dębski

Alokacja oszczędności ludności w Polsce w aktywa finansowe w latach 2003-2008

Ekonomiczne Problemy Usług nr 38, 421-428

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

WIESŁAW DĘBSKI

Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie

Uniwersytet Łódzki

ALOKACJA OSZCZĘDNOŚCI LUDNOŚCI W POLSCE W AKTYWA FINANSOWE W LATACH 2003–2008

Wprowadzenie

Istotnym czynnikiem rozwoju każdej gospodarki są oszczędności, a w szczególności oszczędności ludności, którymi będziemy zajmować się w niniejszym artykule. W gospodarkach o dobrze rozwiniętym rynku finansowym ich większość jest zagospodarowywana przez rynek papierów wartościowych (market oriented system), natomiast tam gdzie rynek finansowy jest jeszcze stosunkowo słabo rozwinięty, zagospodarowywanie oszczędności ludności następuje poprzez sektor bankowy (bank oriented system). W Polsce rynek papierów wartościowych zaczął się praktycznie rozwijać od momentu uruchomienia giełdy papierów wartościowych, co miało miejsce w 1991 roku. Obecnie rynek ten pod wieloma względami można uznać za dość dobrze rozwinięty i wobec tego warto dokonać analizy struktury alokacji oszczędności ludności, by móc stwierdzić, czy sposób ich alokowania zmienia się ze zorientowanego bankowo na zorientowany rynkowo. Celem artykułu jest analiza alokacji oszczędności ludności w Polsce w aktywa finansowe. Została ona przeprowadzona na podstawie kwartalnych rachunków finansowych sporządzanych przez NBP za okres 2003 Q4 – 2008 Q3¹.

Oszczędności ludności

Oszczędności ludności to nadwyżki wolnych środków, wynikające z różnicy pomiędzy dochodami osobistymi ludności do dyspozycji a wydatkami na zakup dóbr i usług. Różnica ta w danym roku stanowi oszczędności bieżące lub inaczej: przyrost (strumień) oszczędności, natomiast całkowite oszczędności ludności, będące zasobem, są sumą oszczędności bieżących i oszczędności zgromadzonych w przeszłości. Zasób ten może występować pod postacią aktywów rzeczowych (nieruchomości, obrazy, biżuteria etc.) i aktywów finansowych (pieniądz gotówkowy, różnego rodzaju depozyty, papiery wartościowe). Przedmiotem artykułu jest analiza alokacji zasobu oszczędności gospodarstw domowych w

¹ Danymi tylko za ten okres (Q oznacza kwartał) dysponuje obecnie NBP.

aktywa finansowe. Chodzi więc o analizę sposobów lokowania zasobu pieniędzy ludności na rynku finansowym. Zasób ten może się zmieniać w danym czasie (kwartale, roku), gdyż środki z rynku finansowego mogą być wycofywane i przeznaczane na zakup aktywów rzeczowych, jak również może zachodzić proces odwrotny. Także ogólny zasób oszczędności ludności w danym okresie może się zmniejszać w wyniku przeznaczenia jego określonej części na bieżącą konsumpcję.

Generalnie oszczędności ludności zależą przede wszystkim od skłonności do oszczędzania, która najczęściej mierzona jest poprzez stosunek oszczędności ludności w danym roku do uzyskanego dochodu do dyspozycji (miara ta nazywana jest stopą oszczędności). Skłonność do oszczędzania zależy od wielu czynników, a problem ten wyjaśniają teorie oszczędzania². Niewątpliwie podstawowym czynnikiem determinującym przyrost oszczędności, będący bezpośrednim rezultatem skłonności do oszczędzania, są dochody osobiste ludności do dyspozycji, które z kolei zależą od wytworzonego w danym roku dochodu narodowego. Drugim takim czynnikiem jest realna stopa oprocentowania depozytów bankowych. Im będzie ona większa, tym większy będzie przyrost środków na rachunkach bankowych i im stopa ta będzie przez dłuższy okres stabilna, tym dłużej ludność będzie utrzymywać swe środki w bankach. W takiej sytuacji większy będzie również przyrost środków lokowanych w papiery wartościowe, gdyż oczekiwane z nich stopy zwrotu przewyższają z reguły oprocentowanie wkładów bankowych. Wzrastająca realna stopa oprocentowania depozytów bankowych będzie także powodować przemieszczanie się alokowanych oszczędności z różnego rodzaju funduszy inwestycyjnych do banków.

Innym jeszcze czynnikiem stymulującym przyrost oszczędności ludności jest motyw przezornościowy, np. zakup domu, mieszkania, samochodu, świadczeń emerytalno-rentowych czy zabezpieczenie się na starość, a także rozpowszechnianie się transakcji bezgotówkowych, co ma bezpośredni wpływ na poziom depozytów bankowych. Ponadto na przyrost oszczędności gospodarstw domowych może mieć wpływ polityka pieniężna banku centralnego. Polityka ekspansywna powodować będzie zwiększanie akcji kredytowej banków, wskutek czego poprzez realizowane inwestycje wzrastać będą dochody osobiste ludności i w ostatecznym rezultacie oszczędności (mnożnikowy efekt zwiększania podaży pieniądza). Z kolei w przypadku prowadzenia przez bank centralny restrykcyjnej polityki pieniężnej efekt będzie odwrotny.

W Polsce stopa oszczędności w badanym w artykule okresie ukształtowała się na poziomie od 7,7% (2003) do 10,4% (2007). Jak wynika z przeprowadzonych badań³, stopa ta jest wyższa od osiąganą w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Kanadzie czy jeszcze wielu innych krajach, jednakże takie kraje, jak np. Niemcy, Francja, Włochy mają

² Dla bliższego zapoznania się z nimi zobacz np. G. Rytelwska: *Gospodarstwa domowe. W: System finansowy w Polsce*. Red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak. T. 2. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 415-418.

³ *Ibidem*, s. 417.

stopę oszczędności wyższą niż w Polsce. Także w krajach strefy euro stopa ta jest wyższa, gdyż w latach 2004–2007 kształtowała się na poziomie około 14%.

Alokacja oszczędności w aktywa finansowe

Oszczędności ludności, poza tymi, które są przeznaczane na zakup aktywów rzeczowych, mogą być lokowane w różnego rodzaju aktywa finansowe, co jest właśnie przedmiotem analizy niniejszego artykułu. Mogą to być depozyty bankowe, różnego rodzaju papiery wartościowe czy udziały kapitałowe oraz inwestycje dokonywane w fundusze kapitałowe, emerytalne i inwestycyjne. Ogólny poziom oszczędności gospodarstw domowych zgromadzonych w wyżej wymienionych rodzajach aktywów finansowych wraz z ich alokacją w te aktywa obrazuje tabela 1.

Jak wynika z tabeli 1 poziom oszczędności ludności w Polsce ulokowanych w różnego rodzaju aktywa finansowe na koniec 2003 roku wynosił 572,0 mld zł, co stanowiło 70,2% produktu krajowego brutto (PKB). Poziom ten rósł do wartości 1021,1 mld zł, którą osiągnął na koniec pierwszego kwartału 2008 roku, co stanowiło prawie 82% PKB. Jest to więc wzrost o 78,5%, a zatem znaczący. Biorąc pod uwagę wzrost cen (wskaźnik CPI) w tym okresie, który wyniósł 12,5%, otrzymujemy realny wzrost o 58,7%. Jeżeli chodzi o udział aktywów finansowych gospodarstw domowych w PKB, to w tym okresie nastąpił jego wzrost o prawie 12 punktów procentowych (pp). Niewątpliwie tak znaczący wzrost wartości oszczędności ludności ulokowanych w aktywa finansowe wynikał z dobrej koniunktury gospodarczej tego okresu, w tym bardzo dobrej koniunktury giełdowej, ponieważ indeks giełdowy WIG wzrósł z poziomu 20 820,1 (koniec 2003 r.) do 66 077,7 (koniec drugiego kwartału 2007 r.), a więc 2,9 razy. Począwszy od drugiego kwartału 2008 roku wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych zaczęła spadać osiągając w trzecim kwartale 2008 r. poziom 984,8 mld zł. Wyłączając nawet z ogólnej sumy aktywów finansowych ludności wartość akcji nienotowanych i innych udziałów kapitałowych⁴ (a więc tych aktywów, które nie mają wyceny rynkowej tylko księgową) poziom pozostałych aktywów finansowych ludności na koniec 2003 roku wynosił 402,9 mld zł, co stanowiło 49,45% PKB, a na koniec 2007 roku 743,4 mld zł, co stanowiło 63,25% PKB. Oznacza to nominalną stopę wzrostu na poziomie 84,5%, natomiast realną na poziomie 66,5%. Są to więc wyższe wzrosty niż aktywa finansowe ogółem.

Biorąc z kolei pod uwagę strukturę oszczędności gospodarstw domowych ulokowanych w aktywa finansowe, przedstawioną w tabeli 2, widzimy, iż największy udział stanowią depozyty (środki na rachunkach w monetarnych instytucjach finansowych i na rachunkach pieniężnych w biurach maklerskich). Udział ten cały czas malował (wyjąwszy jedynie okres 2006 Q2) od poziomu 39,53% (2003 Q4) do poziomu 26,89% (2007 Q2), po czym zaczął wzrastać przyjmując wartość 34,48% na koniec drugiego kwartału 2008

⁴ Należą do nich udziały kapitałowe w spółkach, spółdzielniach, towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych etc.

Tabela 1

Alokacja aktywów finansowych gospodarstw domowych (mld zł)

Okres	Gotówka	Depozyty	Dłużne papiery wartościowe	Akcje notowane	Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	Akcje i inne udziały kapitałowe	Udziały w funduszach inwestowania	Udziały w rezerwach ubezpieczeń na życie	Udziały w rezerwach funduszy emerytalnych	Ogółem aktywa finansowe
1	2	3	4	5	6	5+6	7	8	9	10
2003 Q ₁	45,7	226,1	12,0	12,6	169,1	181,7	31,0	30,1	45,4	572,0
2004 Q ₁	46,2	225,3	11,3	13,4	180,6	194,0	33,0	31,2	50,5	591,5
Q ₂	46,2	222,3	11,7	12,5	186,2	198,7	30,0	32,3	52,5	593,7
Q ₃	45,5	223,3	12,2	14,7	191,5	206,2	29,5	33,5	57,3	607,5
Q ₄	45,9	225,4	11,5	19,1	205,4	224,5	30,8	35,2	63,0	636,3
2005 Q ₁	46,3	232,6	10,4	18,5	217,5	236,0	34,1	35,6	69,0	664,0
Q ₂	48,4	233,9	9,8	18,0	221,2	239,2	37,6	37,9	74,6	681,4
Q ₃	49,3	234,1	10,0	21,7	235,9	257,6	44,8	39,7	84,0	719,5
Q ₄	50,6	239,2	10,0	24,9	230,9	255,8	51,4	41,2	88,5	736,7
2006 Q ₁	51,9	242,9	10,0	29,8	229,4	259,2	61,2	43,4	97,6	766,2
Q ₂	57,3	248,1	8,9	31,1	207,0	238,1	61,9	46,0	101,0	761,3
Q ₃	59,9	253,0	8,6	37,2	224,1	261,3	68,3	48,4	109,1	808,6
Q ₄	62,8	261,2	8,8	50,8	232,7	283,5	78,7	51,8	120,7	867,5
2007 Q ₁	64,1	266,3	8,2	57,1	245,0	302,1	95,8	56,2	131,9	924,6
Q ₂	66,9	263,4	7,9	69,9	253,7	323,6	114,5	60,2	143,0	979,5
Q ₃	68,7	271,2	8,3	65,9	257,7	323,6	114,3	60,7	144,2	991,0
Q ₄	70,0	287,4	7,6	60,2	258,0	318,2	111,3	61,6	145,3	1001,4
2008 Q ₁	71,3	311,5	8,0	54,0	284,7	338,7	86,8	61,5	143,3	1021,1
Q ₂	74,9	319,2	7,9	43,4	223,3	266,7	77,7	65,5	141,6	953,5
Q ₃	75,5	332,5	7,8	40,4	252,8	293,2	62,2	68,7	144,9	984,8

Źródło: Kwartalne rachunki finansowe NBP, www.nbp.pl.

roku. Było to niewątpliwie związane z ciągłą poprawą sytuacji na rynku giełdowym oraz malejącymi stopami procentowymi (stopa redyskontowa NBP zmalała z poziomu 7% (2004 Q4) do 4,25% (2007 Q1). Wzrost indeksu giełdowego oraz spadek oprocentowania depozytów bankowych spowodował zwiększenie atrakcyjności lokowania w papiery wartościowe w stosunku do depozytów bankowych, czego skutkiem było przenoszenie części depozytów bezpośrednio na giełdę lub do instytucji wspólnego inwestowania. Od momentu pogarszania się koniunktury giełdowej (indeks WIG na koniec 2007 Q3 był niższy o 8,6% od poziomu na koniec 2007 Q2 i o 43,4% na koniec 2008 Q3) udział depozytów bankowych gospodarstw domowych zaczął wzrastać, osiągając na koniec trzeciego kwartału 2008 roku poziom 33,76%. Z kolei udział depozytów ludności w aktywach finansowych pomniejszych o akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe malał z poziomu 56,12% (2003 Q4) do 36,29% (2007 Q2), po czym wzrósł do poziomu 45,42% (2008 Q3).

Inwestycje oszczędności gospodarstw domowych w dłużne papiery wartościowe (zarówno krótko- jak i długoterminowe) stanowią najmniejszy udział spośród innych możliwości ich alokowania w aktywa finansowe. Udział ten był w przedziale 2,10% (2003 Q3) – 1,81% (2004 Q4), kiedy stopa redyskontowa NBP przyjmowała stosunkowo wysokie poziomy (od 5,75% (2003 Q3) do 7,0% (2004 Q4), po czym zaczął spadać aż do poziomu 0,76% (2007 Q4), do czego przyczyniły się obniżki stopy redyskontowej, i począwszy od tego okresu można zauważyć jego nieznaczny wzrost do 0,79% (2008 Q3). Jeżeli chodzi o inwestycje oszczędności ludności w akcje notowane (na rynku zorganizowanym), to ich udział w całości aktywów finansowych kształtował się na poziomie od 2,20% (2003 Q4) do 7,14% (2007 Q2), czyli wzrastał wraz z indeksem WIG (przyjął on właśnie maksymalną wartość na koniec drugiego kwartału 2007 r.), po czym udział ten zaczął spadać, osiągając poziom 4,10% na koniec trzeciego kwartału 2008 roku. Generalnie można stwierdzić, iż udział bezpośrednich inwestycji ludności w akcje w całości oszczędności jest niski i skorelowany z sytuacją na giełdzie oraz w zakresie kształtowania się stóp procentowych na rynku, co potwierdza znaną powszechnie regułę zachowywania się inwestorów na rynku papierów wartościowych. Biorąc pod uwagę inwestycje oszczędności ludności we wszystkie akcje (notowane i nienotowane) oraz inne udziały kapitałowe, ich udział w całości aktywów finansowych ludności kształtował się na poziomie przewyższającym 30% (maksymalne wartości przekraczające nieco 35% były osiągnięte w okresie 2004 Q4-2005 Q3) do pierwszego kwartału 2008 roku, czyli w większości okresu badawczego, po czym udział ten obniżył się poniżej 30%, przyjmując na koniec drugiego kwartału 2008 r. wartość 27,97%. W tej grupie aktywów finansowych ludności, począwszy od czwartego kwartału 2005 roku, można też zauważyć relatywny spadek udziału oszczędności lokowanych w akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe. Jest to spadek z poziomu 32,78% (2005 Q3 – maksymalna wartość w badanym okresie) do poziomu 23,42% (2008 Q2).

Rozważane do tej pory sposoby lokowania oszczędności ludności w aktywa finansowe można określić wspólnie mianem inwestowania bezpośredniego, a więc dokonywanego samodzielnie przez gospodarstwo domowe. Ogólnie rzecz ujmując, udział inwestowanych

Tabela 2

Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych (w %)

Okres	Gotówka	Depozyty	Dłużne papiery wartościowe	Akcje notowane	Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	Akcje i inne udziały kapitałowe	Udziały w funduszach wspólnego inwestowania	Udziały w rezerwach ubezpieczeń na życie	Udziały w rezerwach w funduszy emerytalnych	Ogółem aktywa finansowe
1	2	3	4	5	6	5+6	7	8	9	10
2003 Q ₁	7,99	39,53	2,10	2,20	29,56	31,76	5,42	5,26	7,94	100,0
2004 Q ₁	7,81	38,09	1,91	2,26	30,54	32,80	5,58	5,27	8,54	100,0
Q ₂	7,78	37,44	1,97	2,11	31,36	33,47	5,05	5,44	8,85	100,0
Q ₃	7,49	36,76	2,01	2,42	31,52	33,94	4,86	5,51	9,43	100,0
Q ₄	7,21	35,42	1,81	3,00	32,28	35,28	4,84	5,53	9,91	100,0
2005 Q ₁	6,97	35,03	1,57	2,79	32,75	35,54	5,14	5,36	10,39	100,0
Q ₂	7,10	34,33	1,44	2,64	32,46	35,10	5,52	5,56	10,95	100,0
Q ₃	6,85	32,54	1,39	3,02	32,78	35,80	6,23	5,52	11,67	100,0
Q ₄	6,87	32,47	1,36	3,38	31,34	34,72	6,98	5,59	12,01	100,0
2006 Q ₁	6,77	31,70	1,31	3,89	29,94	33,83	7,99	5,66	12,74	100,0
Q ₂	7,53	32,58	1,17	4,09	27,19	31,28	8,13	6,04	13,27	100,0
Q ₃	7,41	31,29	1,06	4,60	27,72	32,32	8,45	5,98	13,49	100,0
Q ₄	7,24	30,11	1,02	5,86	26,82	32,68	9,07	5,97	13,91	100,0
2007 Q ₁	6,93	28,80	0,89	6,17	26,50	32,67	10,36	6,08	14,27	100,0
Q ₂	6,83	26,89	0,80	7,14	25,90	33,04	11,69	6,15	14,60	100,0
Q ₃	6,93	27,37	0,84	6,65	26,00	32,65	11,53	6,13	14,55	100,0
Q ₄	6,99	28,70	0,76	6,01	25,77	31,78	11,11	6,15	14,51	100,0
2008 Q ₁	6,98	30,51	0,78	5,29	27,88	33,17	8,50	6,02	14,04	100,0
Q ₂	7,85	34,48	0,83	4,55	23,42	27,97	8,15	6,87	14,85	100,0
Q ₃	7,67	33,76	0,79	4,10	25,67	29,77	6,32	6,98	14,71	100,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie kwartalnych rachunków finansowych NBP.

w ten sposób środków w całości oszczędności zainwestowanych w aktywa finansowe w badanym okresie wahał się w granicach od nieco ponad 73% z końca roku 2003 do nieco ponad 64% w trzecim kwartale 2008 roku, a więc udział ten miał tendencję malejącą. Dodając do tego jeszcze udział oszczędności ludności przetrzymywanych w gotówce, który w badanym okresie zachowywał się w miarę stabilnie, ponieważ wynosił od niecałych 7% do prawie 8%, możemy powiedzieć, iż pozostała część oszczędności była lokowana za pośrednictwem funduszy kapitałowych, emerytalnych i inwestycyjnych.

Jeżeli chodzi o inwestycje oszczędności gospodarstw domowych w fundusze inwestycyjne, to ich udział w całości aktywów finansowych w badanym okresie podlegał największej fluktuacji w miarę jak zmieniały się indeksy giełdowe, co jest rzeczą normalną, gdyż fundusze inwestycyjne sporą część swoich środków inwestują na giełdzie. Tak więc udział ten najpierw wzrastał od poziomu 5,42% (2003 Q4) do 11,69 (2007 Q2), by następnie zacząć maleć do poziomu 6,32% (2008 Q3). Można zauważyć, iż fundusze inwestycyjne na bessie giełdowej relatywnie straciły więcej niż indeksy giełdowe, gdyż nastąpiło zjawisko masowego wycofywania środków z tych funduszy i przenoszenia ich do banków. Z kolei odkładanie się oszczędności ludności w funduszach emerytalnych (otwarte fundusze emerytalne, pracownicze fundusze emerytalne, indywidualne konta emerytalne) nabiera coraz większego znaczenia, głównie na skutek obligatoryjnych oszczędności w otwartych funduszach emerytalnych. Tak więc udział oszczędności ludności ulokowanych w funduszach emerytalnych w badanym okresie miał tendencję rosnącą od wartości 7,94% (2003 Q4) do 14,71% (2008 Q3), przy czym udział ten praktycznie ustabilizował się w okresie bessy giełdowej. Natomiast oszczędności gospodarstw domowych ulokowane w zakładach prowadzących ubezpieczenia na życie (a więc głównie poprzez fundusze kapitałowe) stanowiły w badanym okresie od nieco ponad 5% do prawie 7% całości aktywów finansowych ludności.

Podsumowanie

Badanie struktury alokacji oszczędności gospodarstw domowych w aktywa finansowe wskazało na przeważający udział inwestycji dokonywanych bezpośrednio (w granicach 73-64%), wśród których dominują inwestycje w depozyty bankowe, których udział generalnie ma tendencję malejącą oraz inwestycje w notowane akcje i inne udziały kapitałowe, których udział ma również tendencję malejącą. Natomiast niewątpliwie wzrasta udział inwestycji dokonywanych w sposób pośredni, a więc ogólnie mówiąc: za pośrednictwem instytucji wspólnego inwestowania. Biorąc pod uwagę inwestycje tych instytucji dokonywane na rynku papierów wartościowych (głównie giełdzie) oraz inwestycje w akcje notowane i papiery dłużne dokonywane bezpośrednio przez ludność, można powiedzieć, iż udział zainwestowanych oszczędności ludności w papiery wartościowe wzrósł, i to chyba znacząco w badanym okresie.

**ALLOCATION OF POLISH POPULATION SAVINGS
IN FINANCIAL ASSETS IN YEARS 2003–2008**

Summary

The main purpose of this article is to analyze the structure of allocation of polish population savings in financial assets like as deposits, securities and entities of mutual investment institutions. The analysis is made on the basis of quarterly financial accounts performed by the Polish National Bank over the period of 2003 Q4–2008 Q3.