

## **Zmiany poziomu i struktury aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych**

### **Wstęp**

Zmiany zachodzące na świecie przyczyniają się do ewolucji w strukturze aktywów finansowych. Jedną z teorii ekonomii (szkoła chicagowska) zakłada, że dzięki cykliczności rozwoju gospodarki możliwy jest postęp zarówno ekonomiczny, jak i technologiczny. Przemiany ekonomiczne zachodzące w danych państwach często zależą od zmian gospodarczych, jak i innych: demograficznych, społecznych, kulturowych oraz psychologicznych. Także zmiany w strukturze inwestowania nadwyżek finansowych są determinowane nie tylko czysto ekonomicznymi i racjonalnymi przesłankami. Często o wyborze sposobu lokowania swoich oszczędności decydują czynniki pozaekonomiczne, np. psychologiczne.

W niniejszym opracowaniu analizowano przemiany zachodzące w strukturze aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych. Za okres badawczy przyjęto lata 1996–2008<sup>1</sup>. Analizę przeprowadzono na podstawie informacji znajdujących się w internetowej bazie danych firmy Analizy Online, a także danych GUS, NBP, IBnGR oraz Ministerstwa Finansów i Ministerstwa Gospodarki.

### **Uwarunkowania przemian oraz struktura systemu finansowego**

System jest to uporządkowany wewnętrznie układ elementów mających określoną strukturę (całość), w którym obowiązuje wiele norm i reguł<sup>2</sup>. System finansowy jest częścią systemu ekonomicznego, a w konsekwencji elementem całego systemu społeczno-gospodarczego. Wynika z tego, że system finansowy jest nierozzerwalnie związany z wieloma elementami gospodarki, m.in. z syste-

---

<sup>1</sup>Do końca II kwartału 2008 roku.

<sup>2</sup>Encyklopedia popularna, PWN, Warszawa 1991, s. 829.

mem prawnym, a także politycznym. Mechanizm systemu finansowego pozwala na świadczenie usług zapewniających na krążenie siły nabywczej w gospodarce. Można również stwierdzić, że system przyczynia się do przemieszczania się kapitału pomiędzy niefinansowymi podmiotami gospodarczymi<sup>3</sup>.

Obecna sytuacja geopolityczna oraz dynamika rozwoju sieci informacyjnych (np. Internetu) determinuje tworzenie wcześniej nieznanymi i niemożliwych rozwiązań inwestycyjnych, czyli pozwala na rozwój systemu oraz stworzenie wcześniej nieznanymi elementów. Postęp w takich dziedzinach jak np. teleinformatyka pozwala na dalszy postęp w rozwoju systemu oraz na organizację i przepływ środków finansowych między niefinansowymi podmiotami gospodarczymi. W przepływie siły nabywczej pomiędzy uczestnikami rynku finansowego wykorzystywane są liczne instrumenty finansowe.

W systemie finansowym możemy wyróżnić trzy podstawowe jego segmenty (tab. 1)<sup>4</sup>. Liczne powiązania oraz wzajemne oddziaływania tworzą charakterystyczny układ pozwalający na kreowanie, przepływ oraz akumulację kapitału. Do podstawowych elementów systemu należy dodać do nich jeszcze instrumenty finansowe świadczone przez instytucje finansowe.

**Tabela 1**

Główne segmenty systemu gospodarczo-finansowego

SYSTEM FINANSOWY		
INSTYTUCJE FINANSOWE	INFRASTRUKTURA PRAWNA I INSTYTUCJONALNA	RYNKI FINANSOWE
banki	akty prawne	pieniężny
niebankowe instytucje finansowe	regulacje wewnętrzne (sektorowe)	kapitałowy
instytucje wspólnego inwestowania	zwyczaje	walutowy
zakłady ubezpieczeń	instytucje regulujące i nadzorujące	pochodnych instrumentów finansowych
biura i domy maklerskie	systemy płatnicze	
	systemy rozrachunku papierów wartościowych	
	instytucje pośredniczące między instytucjami finansowymi	
	inne instytucje i systemy	

Źródło: Osiński J., Sobolewski P., Tymoczko D. (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006 r.*, NBP, Warszawa 2008, s. 12.

<sup>3</sup>Polański Z. Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej. [w:] Piętrzak D., Polański Z., Woźniak B. (red.), *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2008, s. 15.

<sup>4</sup>Osiński J., Sobolewski P., Tymoczko D., Grąt A. (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006 r.*, NBP, Warszawa 2008, s. 12.

## Wpływ wybranych czynników ekonomicznych na formę inwestowania przez gospodarstwa domowe

Transformacja społeczno-gospodarcza wywarła wpływ na funkcjonowanie gospodarstw domowych. W latach 1996–2008 zmieniła się struktura oszczędzania (inwestowania) w gospodarstwach domowych. Wynikało to z czynników makroekonomicznych, takich jak<sup>5</sup>:

- tempo wzrostu PKB,
  - poziom inflacji,
  - wysokość realnych stóp procentowych,
  - obciążenie podatkami i opłatami parafiskalnymi,
  - rozwój instrumentów finansowych, instytucji i rynków finansowych oraz dostępnych form inwestowania,
- oraz innych, które obejmują:
- dochody do dyspozycji,
  - poziom konsumpcji,
  - osiągnięty standard życia.

Stosunkowo mała krajowa podaż środków finansowych, a także słabo rozwinięte instytucje finansowe wpłynęły na niski poziom rozwoju rynku finansowego. Jest to związane z niskim poziomem oszczędności w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku<sup>6</sup>. Dodatkowo mało konkurencyjna struktura systemu finansowego z dominującym udziałem sektora bankowego (głównie kilku banków) powodowała niski poziom rozwoju rynku finansowego. Przez taką sytuację aktywa finansowe gospodarstw domowych nie były duże i sprowadzały się głównie do depozytu bankowego. Inwestor nie mógł skorzystać z bardziej zyskownych instrumentów finansowych, jakimi mogą okazać się jednostki towarzystw funduszy inwestycyjnych czy też akcje. Jednak na początku XXI wieku, zwiększyła się konkurencja w sektorze usług finansowych. Wiąże się to z reformą emerytalną, w 1999 roku, rozwojem TFI oraz ze wzrostem liczby spółek notowanych na warszawskiej giełdzie. Wszystkie ww. zmiany doprowadziły do zmiany struktury lokowania nadwyżek finansowych.

Wzrost wartości aktywów finansowych zgromadzonych przez gospodarstwa domowe wynikał m.in. z obowiązkowej składki uiszczanej w OFE<sup>7</sup>. Wraz ze wzrostem płac, a także brakiem wypłat ze zgromadzonego kapitału przed osią-

---

<sup>5</sup>Kopycińska D. (red.), *Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych*, Wyd. Printgroup Szczecin 2006, s. 65.

<sup>6</sup>Liberda B. (red.), *Determinanty oszczędzania w Polsce*, Raport CASE nr 28, Warszawa, s. 51.

<sup>7</sup>W ramach II filaru; dla urodzonych po 1968 r. Osoby urodzone wcześniej mogły decydować o przystąpieniu do OFE.

gnięciem wieku emerytalnego<sup>8</sup> udział kapitału OFE w aktywach rósł szybciej od oszczędności ogółem (wykres 1). Wzrost dochodów pracowników, jaki zanotowano w tym okresie, spowodował zwiększenie składki ubezpieczeniowej, jaka trafia do OFE (ok. 1 mld zł miesięcznie w 2007 r.). Nie bez znaczenia był fakt wzrostu liczby członków OFE wynikający ze spadku bezrobocia. Bez pracy w 2001 roku było 18,2% aktywnych zawodowo, a poziom ten utrzymywał się do końca 2004 roku. Wzrost gospodarczy spowodował spadek bezrobocia do 9,4% w 2008 roku<sup>9</sup>, a tym samym zwiększył liczbę osób opłacających składki. Na początku działalności funduszy emerytalnych składki odprowadzało ok. 9,75 mln osób, a w 2006 roku liczba ta wzrosła do ok. 11,60 mln<sup>10</sup>. Na wzrost liczby członków miał również wpływ wyż demograficzny z początku lat osiemdziesiątych XX wieku, który w latach 2004–2008 wstępował na rynek pracy.

W 2000 roku środki zgromadzone przez fundusze emerytalne stanowiły 0,8% aktywów społeczeństwa, a po 4 latach działalności ich udział wynosił 11,2%. W 2008 roku środki te stanowiły już wartość ponad 140 mld zł z 20-procentowym udziałem<sup>11</sup>. Warto zaznaczyć, że dynamika przeciętnego wynagrodzenia była w kolejnych latach po 2002 roku na podobnym poziomie 3–4%. Wynika z tego, że oprócz zwiększonego napływu kapitału oraz wzrostu wartości indeksów giełdowych również efektywność funduszy wzrastała (mimo limitów inwestycyjnych<sup>12</sup>).

W analizowanym okresie wraz ze spadkiem inflacji i mimo spadku stóp procentowych oszczędności gospodarstw domowych wzrastały (wykres 1). Wyjątek stanowi ostatni rok analizy, w którym zmniejszenie wartości aktywów finansowych gospodarstw domowych wynika ze spadków indeksów giełdowych w Polsce i na świecie. Zauważa się również obniżenie tempa wzrostu gospodarczego oraz wzrastające stopy procentowe ustalane przez NBP. Świadczy to o „wyhamowaniu” tempa wzrostu gospodarki.

Niski poziom aktywów gospodarstw domowych w 1996 roku wynikał z wysokiej inflacji, która zmniejsza skłonność do oszczędzania w formie aktywów finansowych, a skłania do bardziej bezpiecznych form lokowania nadwyżek, jak np. złoto czy też nieruchomości. W Polsce dochodził również problem braku kapitału, ponieważ społeczeństwo po przemianach w gospodarce po 1989 r. jeszcze nie zdążyło zebrać odpowiedniej wielkości aktywów, aby móc nim rozporządzać.

---

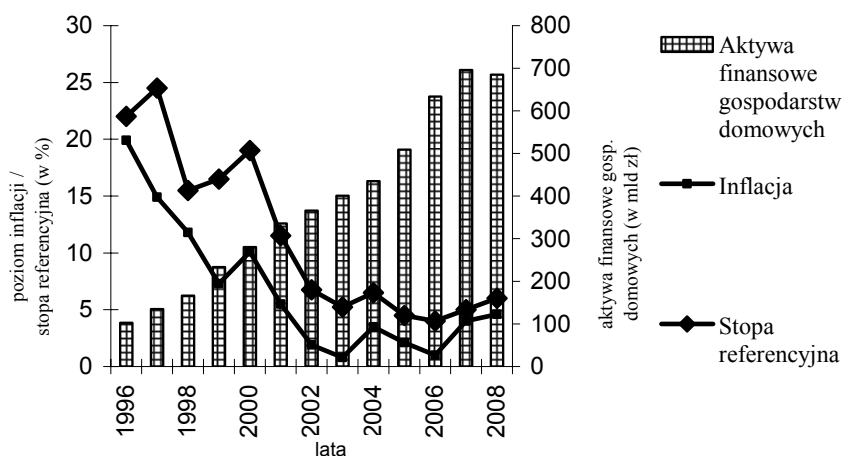
<sup>8</sup>W 2009 r. rozpocznie się wypłata emerytur z II filaru dla osób, które osiągnęły wiek emerytalny.

<sup>9</sup>Dane zaczerpnięte ze strony internetowej [www.money.pl](http://www.money.pl) z dnia 20.08.2008 r., <http://www.money.pl/gospodarka/wskazniki/pkb/> – dane na koniec marca 2008 r.

<sup>10</sup>Miziołek T., Liczba członków OFE, *Nasz Rynek Kapitałowy* nr 10/2007, s. 36.

<sup>11</sup>Osiński J., Sobolewski P., Tymoczko D., (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006 r.*, NBP, Warszawa 2008, s. 12.

<sup>12</sup>Ograniczenia ustawowe nie pozwalają m.in. na udział akcji powyżej 40% w strukturze aktywów OFE oraz nie pozwalają na inwestowanie poprzez instrumenty pochodne.



### Wykres 1

Wpływ inflacji oraz stopy procentowej na aktywa finansowe gospodarstw domowych w latach 1996–2008\*

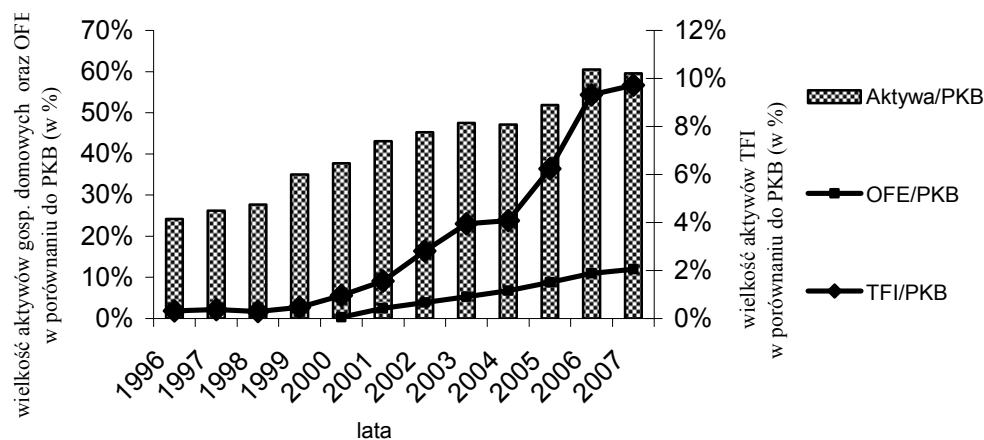
\* – dla 2008 r. dane na koniec II kwartału

Źródło: Opracowano na podstawie: Henclewska G., Piątkowska A. (red.), Polska 2007 – raport o stanie gospodarki, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2007, s. 97; danych NBP publikowanych na stronach internetowych [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl) oraz [www.money.pl](http://www.money.pl) <http://www.money.pl/gospodarka/wskazniki/pkb/> z 22.08.2008 r.

Dynamika wzrostu oszczędności była dużo szybsza niż PKB, co jest sytuacją pozytywną (wykres 2), oznacza bowiem bogacenie się społeczeństwa. Największy udział we wzroście aktywów miały środki zgromadzone w OFE, które w 2001 roku stanowiły 2,5% wartości PKB, a w 2006 roku 11%. W tym samym okresie środki ulokowane w TFI wzrosły w relacji do PKB z 1,6 do 9,3%.

Dzięki temu aktywa finansowe gospodarstw domowych w stosunku do PKB wzrosły o ok. 35 punktów procentowych. W 1996 roku ich udział stanowił 24,2% PKB i z roku na rok wzrastał. Wyjątkiem był 2004 rok, w którym udział spadł. Mogło to być konsekwencją wzrostu inflacji oraz obawą, co do sytuacji społeczno-gospodarczej po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej. Jednak następne lata przyniosły pozytywne efekty polskiej akcesji. Wynikało to ze zwiększonego poziomu inwestycji<sup>13</sup>, a w konsekwencji większych zysków przedsiębiorstw. Przełożyło się to na powiększenie aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych i emerytalnych. Można zauważyć, że zawirowania na giełdzie papierów wartościowych wpłynęły na całość aktywów, głównie TFI i OFE. Aktywa funduszy inwestycyjnych w 2007 roku zmniejszyły się, natomiast środki zgromadzone na kontach emerytalnych OFE jeszcze w 2007 roku

<sup>13</sup>Poziom inwestycji przedsiębiorstw był determinowany napływem środków z funduszy unijnych.



### Wykres 2

Relacja aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz środków zgromadzonych w OFE i TFI do PKB w latach 1996–2007

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Raport Roczny 2002 Stowarzyszenia Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych, Warszawa 2002, s. 17; Rewizja rachunków regionalnych za lata 1995–2003, GUS, Warszawa 2006, s. 101; 14 lat polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami – materiały z konferencji, Warszawa 2006, s. 4; Osiński J., Sobolewski P., Tymoczko D. (red.), Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006 r., NBP, Warszawa 2008, s. 12; Mały Rocznik Statystyczny Polski 2008, GUS, Warszawa 2008, s. 472.

w stosunku do PKB zwiększyły swój udział (z 11% w 2006 r. do 12% w 2007 r.). Wynika to z zachowawczej strategii inwestycyjnej prowadzonej przez OFE, które inwestują maksymalnie 40% swojego kapitału w akcje notowane na giełdzie. Pozwala to na ochronę przyszłych emerytów (społeczeństwa) przed gwałtownymi i często nieracjonalnymi zachowaniami inwestorów giełdowych.

Zdecydowanie poszerzyła się oferta oraz gama produktów finansowych. Jest to również zasługa pojawienia się na rynku finansowym firm pośredniczących (tzw. *consumer finance*<sup>14</sup>), oferujących produkty finansowe wielu banków lub towarzystw inwestycyjnych. W 2006 roku firmy te pośredniczyły w sprzedaży jednostek uczestnictwa TFI o wartości 441,1 mln zł.

Także większa konkurencja w sektorze bankowym wraz ze zmniejszającą się rolą banków w strukturze aktywów finansowych ogółem wpłynęła na wartość aktywów gospodarstw domowych. W 1996 roku aktywa banków wynosi-

<sup>14</sup>Consumer finance – to usługi kredytowe oraz doradztwo w zakresie inwestowania i sprzedaży produktów inwestycyjnych świadczone na rzecz klientów indywidualnych przez banki, firmy pośrednictwa finansowego, firmy pożyczkowe i niezależnych doradców: Lepczyński B., Penczar M., Ślęzak E., (red.) Biznes i ryzyko na rynku „consumer finance” w Polsce, Raport IBnGR sporządzony dla Konferencji Przedsiębiorstw Finansowych, Gdańsk 2005, s. 15.

ły 197,1 mld zł, co stanowiło 94,4% aktywów ogółem, w porównaniu z 2006 rokiem (odpowiednio 684,1 mld zł i 66,7%)<sup>15</sup>. Wszystkie ww. czynniki determinowały zmniejszającą się rolę depozytów jako sposób inwestowania nadwyżek kapitałowych. Również przystąpienie Polski w 2004 roku do Unii Europejskiej (UE) ułatwiło zagranicznym podmiotom działalność na terytorium Polski, w konsekwencji doprowadzając do poprawy oferty inwestycyjnej dla gospodarstw domowych.

## **Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych i czynniki ją kształtujące**

Wzrost indeksów na rynku kapitałowym (WGPW), zwiększenie liczby spółek, a także wolumenu obrotów wraz ze zmniejszającym się oprocentowaniem depozytów skłaniało do inwestycji na giełdzie. Oszczędzając na swoją emeryturę w OFE, Polacy lokują część swojego kapitału również na rynku kapitałowym. Dużą rolę wśród inwestorów instytucjonalnych<sup>16</sup> działających na giełdzie odgrywają Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych. Ich produkt w większości opiera się na wartości akcji wybranych spółek giełdowych.

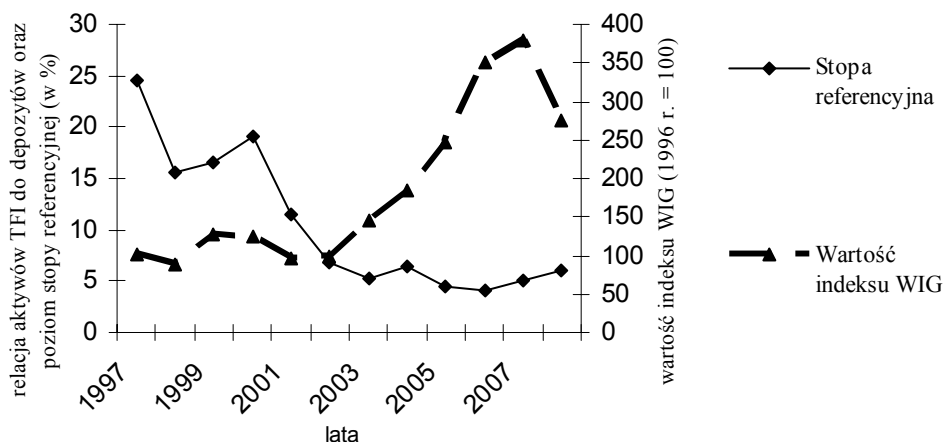
Zwiększone napływy środków do funduszy inwestycyjnych, a tym samym zmniejszenie się zainteresowania depozytami bankowymi wynikało z porównania możliwości otrzymania większych korzyści w innych formach inwestowania. Wraz ze zmniejszającymi się dla wierzycieli stopami procentowymi w bankach, które bezpośrednio wpływają na oprocentowanie depozytów, ich atrakcyjność zmniejszała się na korzyść m.in. jednostek funduszy inwestycyjnych (wykres 3). Rola depozytów w analizowanym okresie wyraźnie zmniejszyła się na rzecz innych instrumentów finansowych, co wskazuje na rozwój rynku finansowego.

Na wykresie 4 przedstawiono zmiany w strukturze oszczędności gospodarstw domowych. Wcześniej na ogół następuje zmiana preferencji gospodarstw domowych w lokowaniu nadwyżek pieniężnych. Zauważyć można, że aktywa znajdujące się w pozycji „gotówka w obiegu (bez kas banków)” utrzymują się na niezmiennym poziomie. Wynika z tego, że w omawianych latach gospodarstwa domowe gromadzą większy kapitał, który lokują w różnych formach.

---

<sup>15</sup>Osiński J., Sobolewski P., Tymoczko D. (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006 r.*, NBP, Warszawa 2008, s. 12; Osiński J., Wyczański P., Tymoczko D., Grąt A. (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce 2002–2003*, NBP, Warszawa 2004, s. 22.

<sup>16</sup>1/3 obrotów na giełdzie jest determinowana przez inwestorów instytucjonalnych, w tym TFI oraz OFE; Źródło: Raport roczny 2006, *Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie*, Warszawa 2007, s. 22.



**Wykres 3**

Zmiany stopy procentowej oraz indeksu WIG w latach 1997–2008\*

\* – dla 2008 r. dane z końca II kwartału

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Puls Biznesu z dnia 29.04.2006 r. 15 lat GPW – dodatek specjalny; dane ze stron internetowych NBP, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), oraz GPW w Warszawie, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

Kluczowe znaczenie dla rozwoju oszczędzania miała wcześniej omówiona reforma emerytalna. Wymusza ona oszczędzanie długoterminowe w postaci środków gromadzonych na zabezpieczenie emerytalne.

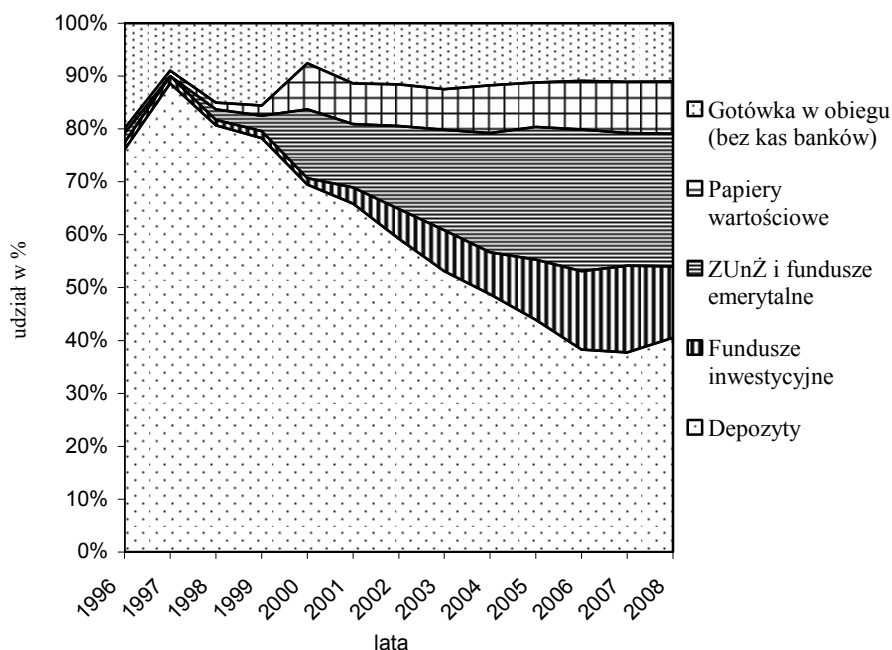
Należy również stwierdzić, że w pozycji Zakłady Ubezpieczeń na Życie (ZUnŻ) mieszczą się środki zgromadzone w postaci ubezpieczeń na życie powiązane z funduszami kapitałowymi (ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe – UFK). Ich udział w aktywach gospodarstw domowych w 1999 r. wynosił 0,6%. Wraz z hossą na giełdzie oraz ze zwiększeniem wartości obligatoryjnej składki netto w 2006 r. udział ten wzrósł do ok. 4%<sup>17</sup>.

Pojawienie się takiego ubezpieczenia finansowego (UFK) ma kilka przyczyn, m.in. wprowadzenie podatku od zysków kapitałowych oraz konieczność zapłacenia go przy przechodzeniu z jednego funduszu do drugiego. Ubezpieczenia na życie z funduszami kapitałowymi tworzą tzw. parasol (ang. *umbrella funds*) i pozwalają na zmianę struktury portfela funduszy bez ponoszenia opłat, w tym podatku<sup>18</sup>. Takie rozwiązania mają charakter długoterminowej polisy na życie, a głównym ich celem jest zgromadzenie odpowiedniego kapitału na przy-

<sup>17</sup>Publicewicz T. Aktywa Funduszy Kapitałowych – wrzesień 2007, Analizy Online, s. 1, dostępne w Internecie, [http://www.analizy.pl/analizy\\_online/index.php?rok=2007&strona=raporty2&jezyk=pl](http://www.analizy.pl/analizy_online/index.php?rok=2007&strona=raporty2&jezyk=pl), stan na 4.06.2008 r.

<sup>18</sup>Podatek od zysków kapitałowych jest odprowadzany, jednak dopiero przy sprzedaży jednostek funduszy.





#### Wykres 4

Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych w latach 1996–2008 wg stanu na koniec okresu

\* – dla 2008 r. przyjęto dane na koniec marca.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Liberda B. (red.), *Determinanty oszczędzania w Polsce*, Raport CASE nr 28, Warszawa, s. 66; Osiński J., Sobolewski P., Tymoczko D., (red.), *Rozwój...*, op.cit., s. 15; *Detaliczne obligacje skarbowe w strukturze oszczędności finansowych gospodarstw domowych w latach 1999–2003 i w I kwartale 2004 r.*, Informacja Departamentu Długu Publicznego nr 2/2004 (2), Ministerstwo Finansów, Warszawa 2004, s. 3; Publicewicz T. *Struktura oszczędności gospodarstw domowych – marzec 2008 – Raport*, Analizy Online, Warszawa 2008, s. 1 dostępne w Internecie, [http://www.analizy.pl/analizy\\_online/index.php?strona=show\\_raport&id=6125&c=7856128&jezyk=pl](http://www.analizy.pl/analizy_online/index.php?strona=show_raport&id=6125&c=7856128&jezyk=pl); Publicewicz T. *Struktura oszczędności gospodarstw domowych – grudzień 2007 – Raport*, Analizy Online, Warszawa 2008, s. 1, dostępne w Internecie [http://www.analizy.pl/analizy\\_online/index.php?strona=show\\_Raport&id=5524&c=245504&jezyk=pl](http://www.analizy.pl/analizy_online/index.php?strona=show_Raport&id=5524&c=245504&jezyk=pl).

szłą emeryturę przez regularne wpłaty (miesięczne, kwartalne, roczne). Wzrost zainteresowania tym instrumentem finansowym wynika również ze zwiększonej świadomości społeczeństwa co do konieczności godziwych emerytur w przyszłości oraz słabości obecnego systemu emerytalnego.

Na trzeciej pozycji (po depozytach i środkach zgromadzonych w OFE) znajdują się aktywa Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. Jednostki uczestnictwa TFI stanowiły bardzo atrakcyjną formę lokowania nadwyżek finansowych. Wi-

doczne jest to w corocznym wzroście zysków powstałych w funduszach inwestycyjnych. Dynamika zysku (rok do roku) była wyższa niż napływów netto. Jednak związane jest to z wysokością podstawy w 2000 roku, w którym do TFI napłynęło o 250% środków więcej niż w 1999 roku. Średnioroczna dynamika zysku w TFI wynosiła ponad 150%, a napływów netto ok. 110%.

W 2007 roku i w pierwszej połowie 2008 roku nastąpiła zmiana struktury inwestycyjnej. Przemiana ta miała odmienny przebieg niż wcześniejsze oraz była spowodowana innymi czynnikami. Mianowicie w połowie 2007 roku nastąpił gwałtowny spadek światowych (w tym i polskich) indeksów giełdowych wynikający z kryzysu kredytowego w USA. Okazało się, że z powodu złego zarządzania kredytami (głównie subprime<sup>19</sup>) największe banki inwestycyjne na świecie odnotowują duże straty sięgające miliardów dolarów. Konsekwencją tych poczynań był znaczny spadek obrotów na giełdach światowych oraz wyprzedaż akcji. Korekty na giełdach następowały po ogłoszeniach dalszych złych wyników finansowych dużych, międzynarodowych banków, a także po ogłoszeniu upadłości kilku z nich. W 2008 roku kolejne spadki wartości akcji na giełdach papierów wartościowych wraz ze zmniejszającym się wolumenem obrotów spowodowały bessę na rynku akcji. Wartość środków zgromadzonych w TFI spadła o około 20%<sup>20</sup>. W przypadku funduszy zagranicznych wycenianych w walutach obcych spadki były jeszcze wyższe, co było wynikiem aprecjacji złotówki do m.in. euro, dolara oraz franka szwajcarskiego.

Wartość środków zgromadzonych w instytucjach wspólnego inwestowania zaczęła zmniejszać się wraz ze spadkami na giełdzie, osiągając 253,5 mld zł w grudniu 2007 r. (we wrześniu 2007 r. środki te kształtowały się na poziomie 257,9 mld zł). Należy zauważyć, że aktywa zgromadzone w OFE nie zmieniły swojej wartości w drugiej połowie 2007 roku. Głównie spadki zanotowano w funduszach inwestycyjnych (-4,9% wrzesień/grudzień). Jednak najbardziej bessę odczuli posiadacze papierów wartościowych (-13,6% grudzień/wrzesień 2007 r.)<sup>21</sup>.

Czynniki decydujące o atrakcyjności jednostek TFI, ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych czy też zakupu akcji powodują zmniejszenie się zainteresowania inwestorów lokatą bankową i odwrotnie. Depozyt bankowy większość społeczeństwa traktuje jako „przetrzymanie” gotówki i możliwość szybkiego jego wykorzystania do potrzeb bieżących. Dlatego też, wśród lokat bankowych

---

<sup>19</sup>Kredyty subprime są to kredyty hipoteczne udzielane osobom o bardzo małej zdolności kredytowej, bardzo ryzykowne.

<sup>20</sup>Od września 2007 r. do lipca 2008 r. na podstawie wyników funduszy zrównoważonych <http://www.bankier.pl/inwestowanie/fundusze> z 20.08.2008 r.

<sup>21</sup>Publicewicz T., Struktura oszczędności gospodarstw domowych – marzec 2008 – Raport, Analizy Online, Warszawa 2008, s. 1, dostępne w Internecie [http://www.analizy.pl/analizy\\_online/index.php?strona=show\\_raport&id=6125&c=7856128&język=pl](http://www.analizy.pl/analizy_online/index.php?strona=show_raport&id=6125&c=7856128&język=pl) z 20.08.2008 r.

dominują rachunki bieżące. Aprecjacja złotówki oraz stosunkowo niskie zagra-  
niczne stopy procentowe zniechęcają do lokowania środków w waluty. Wzrost  
wartości depozytów walutowych w 2005 roku może wynikać z wpływu do Pol-  
ski środków z pracy poza krajem, np. w Irlandii.

Zauważa się zwiększenie aktywów zgromadzonych w postaci depozytów  
bankowych od momentu wzrostu stóp procentowych, które wpłynęły na atrak-  
cyjność oferty lokat bankowych. Jednak głównym czynnikiem decydującym  
o wzroście wartości depozytów był spadek indeksów giełdowych.

Wzrost atrakcyjności lokaty bankowej w analizowanym okresie (lata 2006–  
–2008) jest nieco złudny. Wynika on ze wzrostu stóp procentowych, które wzra-  
stają wraz z inflacją. Zatem realna wartość zysku jest na podobnym poziomie  
jak przed podwyżką stóp. Jednak w wyniku zawirowań na rynku finansowym  
spowodowanych kryzysem kredytowym wzrosła nieufność pomiędzy instytu-  
cjami finansowymi, głównie bankami. Na rynku międzybankowym pojawił się  
problem z uzyskaniem kapitału, który jest niezbędny do zabezpieczenia kredytu.  
Banki zwiększyły oprocentowanie rachunków bieżących oraz depozytów banko-  
wych, chcąc tym samym pozyskać stosunkowo tani pieniądź.

Akcesja Polski do UE wpłynęła również na inne zjawiska związane z depo-  
zytami. Środki z dopłat bezpośrednich dla rolnictwa są wypłacane na konta ban-  
kowe rolników, co spowodowało wzrost liczby i wartości depozytów bieżących,  
a tym samym aktywów w bankach spółdzielczych na terenach wiejskich.

## **Czynniki pozaekonomiczne wpływające na strukturę oszczędzania**

Zmiany strukturalne w formach inwestowania nadwyżek finansowych są  
określane nie tylko czysto ekonomicznymi bądź racjonalnymi przesłankami.  
Często o wyborze sposobu lokowania oszczędności decydują inne czynniki, ta-  
kie jak: demograficzne, kulturowe, społeczne, psychologiczne<sup>22</sup>. Zmiany demo-  
graficzne zachodzące w społeczeństwie są również zauważalne w postaci skłon-  
ności do oszczędzania i jej wielkości. Gromadzenie oszczędności następuje na  
początku kariery (motyw ostrożności). Początek cyklu życia gospodarstwa do-  
mowego charakteryzuje się również oszczędzaniem na kupno domu/mieszkania  
lub rozpoczęcie działalności gospodarczej<sup>23</sup>. Można tu wymienić również od-  
kładanie pieniędzy przez rodziców na potrzeby edukacyjne dzieci. Decyzje in-

---

<sup>22</sup>Kopycińska D. (red.), *Zachowania decyzyjne...*, op.cit., s. 69.

<sup>23</sup>Lusardi A.M., Cossa R., Krupka E.L., *Savings of Youth Parents*, *Journal of Human Resources*,  
Vol. 36, Issue 4.

westycyjne gospodarstw domowych są narzucone przez ogólny trend, z którym nie do końca mogą się one zgadzać. Jednak presja z zewnątrz narzuca dążenie do dobrobytu w przyszłości przez wyrzeczenie się konsumpcji w danym okresie przez oszczędzanie (inwestowanie)<sup>24</sup>.

F. Modigliani i M. Friedman do opisu zmian struktury oszczędzania przyjęli takie czynniki, jak: struktura demograficzna ludności, czas pracy, okres emerytury, wysokość dochodów do dyspozycji oraz przewidywany ich wzrost w przyszłości. Na poziom oszczędności w znaczny sposób oddziałuje wiek osób. Zgodnie z teorią cyklu życia (F. Modigliani) oraz teorią permanentnego dochodu (M. Friedman), „zwiększony udział roczników powyżej 65 lat w danej populacji oddziałuje słabo ujemnie lub też dodatnio na oszczędzanie”<sup>25</sup>. Jest to związane ze spadkiem liczebności rodziny i zmniejszaniem się liczby dzieci<sup>26</sup>.

W Polsce od połowy lat dziewięćdziesiątych XX wieku wystąpił spadek liczby dzieci, co jest m.in. wynikiem: nastawienia młodych osób na karierę zawodową, edukację na wyższym poziomie, braku rozbudowanej sieci instytucji opiekuńczych nad małymi dziećmi, niechęcią do założenia rodziny i posiadania dziecka. Liczba dzieci w wieku 0–4 lata w 1980 roku wynosiła 3,2 mln, w 1995 roku 2,4 mln, a w 2006 roku tylko 1,7 mln. W latach osiemdziesiątych model pełnej rodziny kształtował się jak 2 + 2, czyli rodzice plus dwójka dzieci. W badanych latach model rodziny to 2 + 1. Ponadto, polskie społeczeństwo starzeje się. W 1995 roku było 4,2 mln osób w wieku powyżej 65. roku życia, a w 2006 roku 5,0 mln, czyli o 0,8 mln więcej<sup>27</sup>.

Przejęcie do gospodarki rynkowej przyniosło w Polsce nie tylko zmiany w gospodarce, ale również w strukturze demograficznej oraz w zachowaniach społecznych. Polskie gospodarstwa domowe powoli przejmowały i nadal przejmują zachowania takie jak w rozwiniętych krajach UE. Wynika to z otwarcia granic i nieskrępowanego przepływu: towarów, kapitału, pracy i informacji. Wpływający również na Polskę proces globalizacji, sprawia, że większość społeczeństwa przejmuje podobne wzorce zachowań i przyzwyczajień, jakie mają mieszkańcy krajów rozwiniętych gospodarczo. Wzmocniła te procesy integracji Polski ze strukturami Unii Europejskiej. Wyjazdy do pracy w krajach Europy Zachodniej w znaczny sposób przyczyniają się do upodobnienia zachowań konsumpcyjnych i społecznych.

Czynnik kulturowy również wpływa na decyzje oraz strukturę inwestowania. Wybrany model rodziny kształtuje poziom i podział dochodu gospodarstwa

---

<sup>24</sup>Kopycińska D. (red.), *Zachowania decyzyjne...*, op.cit., s. 65.

<sup>25</sup>Ibidem, s. 148.

<sup>26</sup>Ibidem, s. 148.

<sup>27</sup>Rocznik Demograficzny 2007, GUS, Warszawa 2007, s. 130–132.

domowego. Zmniejszenie liczby członków rodziny (dzieci) pozwala na uzyskanie większej możliwości oszczędzania.

Wzrost aktywności zawodowej kobiet pozwala na zwiększenie dochodów. Z badań przeprowadzonych przez B. Liberdę w 1998 roku wynika, że gospodarstwa prowadzone przez kobiety posiadały o połowę mniejsze oszczędności od gospodarstw prowadzonych przez mężczyzn. Może to świadczyć o większej skłonności kobiet do konsumpcji niż do oszczędzania albo o mniejszym dochodzie w tych gospodarstwach<sup>28</sup>.

Zmiany w postrzeganiu otoczenia gospodarczego przez polskie gospodarstwa domowe wpłynęły na wybór kierunku lokowania nadwyżek finansowych. Zauważa się zwiększone zainteresowanie produktami bardziej skomplikowanymi od depozytów bankowych, takimi, które przynoszą większy zysk. Jest to zasługa dostępu do informacji, a także wynik zmian demograficznych. Na początku XXI wieku gospodarstwa domowe zaczęły zakładać osoby urodzone w wyższym demograficznym z lat 1979–1986<sup>29</sup>. Dodatkowo, były i są to często wśród nich osoby z wyższym wykształceniem, a zatem z większą skłonnością do oszczędzania. Z drugiej strony społeczeństwa w krajach rozwiniętych, z wyższym poziomem edukacji mają również większą skłonność do zadłużania się. Wynika to m.in. z tego, że wyższe wykształcenie przekłada się na wysokość dochodu, a także pozwala osiągnąć stabilność i pewność finansową.

W latach dziewięćdziesiątych XX wieku w okresie transformacji nastąpił rozwój szkolnictwa wyższego w Polsce, również dzięki powstaniu szkół prywatnych. W 2002 r. z wyższym wykształceniem było 10,2% aktywnych zawodowo, co oznacza wzrost o 3,7% w porównaniu z 1988 rokiem. W 2006 roku wskaźnik ten osiągnął 15,3%<sup>30</sup>, co było m.in. wynikiem szczytu wyżu demograficznego (lata 1983 i 1984), gdyż osoby urodzone w tych latach weszły w wiek studiów w roku 2002/2003. Istotne są również większe wymagania stawiane przez pracodawców. Łatwiejszy dostęp do nauki i inne czynniki, np. unikanie pójścia do wojska, zachęcały do podjęcia studiów.

Oprócz wykształcenia oraz wieku głowy gospodarstwa domowego, duże znaczenie w skłonności do oszczędzania ma miejsce zamieszkania. W społeczności miejskiej 79% (z miast powyżej 100 tys. mieszkańców) posiada oszczędności, a zaledwie 21% osób ze wsi i miast do 100 tys. mieszkańców. Jest to konsekwencją szybszej adaptacji do warunków gospodarki rynkowej ludności miejskiej oraz z wyższym wykształceniem zamieszkałej w większych miastach.

---

<sup>28</sup>Liberda B., *Oszczędzanie w...*, op.cit., s. 15.

<sup>29</sup>Rocznik Demograficzny 2007, GUS 2007, Warszawa, s. 292.

<sup>30</sup>Dane za lata 1988–2002 dotyczą osób powyżej 15. roku życia; dane za 2006 r. dotyczą osób powyżej 13. roku życia. Źródło: Rocznik Demograficzny 2007, GUS 2007, Warszawa, s. 158–159.

Bardzo ważnym czynnikiem wpływającym na decyzje gospodarstw domowych stanowi czynnik psychologiczny. Zachowania ludności dotyczące inwestowania często są nieracjonalne i mogą wynikać z emocji, relacji międzyludzkich oraz zachowań danej zbiorowości.

Wysoka stopa zwrotu z inwestowania w fundusze inwestycyjne wpłynęła na masowe uczestnictwo w nich społeczeństwa. Przez to, analizując postępowania gospodarstw, należy przyjąć możliwość, że zbiorowość charakteryzuje się odmiennymi cechami od pojedynczego gospodarstwa<sup>31</sup>. Wszystkich członków funduszu lub innej formy wspólnego inwestowania łączy jeden cel – osiągnięcie zysku. Dlatego też można stwierdzić za G. Le Bon, że (...) *Niesłuszne jest twierdzenie..., że tłum jest sumą i średnią swych składników... powstaje nowa substancja, o zupełnie innych charakterystycznych właściwościach aniżeli ciała, które ją utworzyły*<sup>32</sup>. Z takiego założenia można wnioskować, że pojedyncze gospodarstwo domowe podejmuje decyzje dotyczące inwestowania, biorąc pod uwagę nie tylko swoje przekonania zgodne z maksymalizacją zysku. W dużym stopniu oddziałują na dane gospodarstwo stosunki pomiędzy grupami gospodarstw, w tym przekazywanie informacji. Często w podjęciu decyzji społeczność sugeruje się oceną atrakcyjności poszczególnych instrumentów finansowych, uzyskaną od znajomych lub od grupy osób. Także emocje, które cechują inne osoby, wpływają na decyzje poszczególnych gospodarstw<sup>33</sup>.

Zachowania tłumu (tzw. owczy pęd) determinują pewne zachowania całości rynku finansowego. W analizowanym okresie, a w szczególności od 2002 roku, społeczeństwo zaczęło zwiększać inwestowanie w fundusze inwestycyjne. Od 2005 roku można zauważyć dynamiczny wzrost nowych środków w funduszach. Można wnioskować, że gospodarstwa domowe kierowały się również (poza czynnikami ekonomicznymi) społeczną oceną słuszności działania<sup>34</sup> (gdy każdy inwestuje, to i ja też). Występuje zjawisko presji, która jest wywierana na gospodarstwo domowe przez zewnętrzne otoczenie. W analizowanym przypadku presja przejawia się w świadomym lub nieświadomym nacisku, potocznie określanym jako: „teraz inwestuje się tylko w fundusze inwestycyjne, one zawsze przynoszą zysk”. Takie nieracjonalne, błędne założenia wynikają z emocjonalnego podejścia do inwestowania.

---

<sup>31</sup>Plummer T., *Forecasting Financial Markets- Technical Analysis and the Dynamics of Price, Designs and Patents Act*, London, 1993, s. 10.

<sup>32</sup>Le Bon G., *Psychologia tłumu*, przeł. Kaprocki B., PWN, Warszawa 1986, s. 50.

<sup>33</sup>Nofsinger J.R., *Psychology of Investing, The 2<sup>nd</sup> Edition*, Prentice Hall, The USA, 2005, s. 28.

<sup>34</sup>Skąła M., Młeczko A., *Psychologia zmiany. Rzecz dla wściekniętych*, Wyd. One press, Warszawa 2007, s. 30.

## Wnioski

1. Reforma emerytalna z 1999 roku oraz powstanie Otwartych Funduszy Emerytalnych pozwoliły na pośrednie uczestnictwo w rynku kapitałowym każdego pracownika. Od tego momentu część płac gromadzonych w OFE na przyszłą emeryturę jest inwestowana na rynku finansowym. W pierwszym kwartale 2008 roku środki zgromadzone w funduszach emerytalnych wynosiły 140 mld zł, co równa się 12% PKB i stawia je na drugim miejscu pod względem wartości aktywów (po bankach). Limity inwestycyjne nałożone na OFE przez ustawodawcę spowodowały, że działania funduszy w obrocie akcjami są ograniczone. Założenia ustawowe pozwoliły na ochronę części kapitału przyszłych emerytów podczas spadków giełdowych w 2007 i 2008 roku.

2. Wzrost znaczenia towarzystw inwestycyjnych i wartości ich aktywów w dużym stopniu wynikał z hossy, która zaczęła się w 2003 roku na WGPW. Dynamiczny wzrost indeksów giełdowych spowodował wzrost wartości jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, a w tym szczególnie funduszy małych i średnich spółek. Można uważać, że nastąpiło to po akcesji Polski do Unii Europejskiej. Zwiększenie kapitału na giełdzie papierów wartościowych nastąpiło m.in. po prywatyzacji dużych przedsiębiorstw państwowych, np. PKO BP w 2004 roku. Jednak korekta na giełdzie w zdecydowany sposób zmieniła nastroje inwestorów i dalszy wzrost aktywów TFI wydaje się w krótkim terminie niemożliwy. Związane jest to nie tylko z utratą wartości akcji TFI, ale również z przemieszczeniem się kapitału społeczeństwa w stronę depozytów bankowych.

3. Mimo obniżenia wartości wszystkich indeksów giełdowych oraz wzrostem nominalnego oprocentowania lokat bankowych, fundusze inwestycyjne nadal są kluczowym instrumentem finansowym. Wynika to z charakterystyki inwestowania poprzez TFI, czyli założenia dłuższego (3–5-letniego) okresu inwestycyjnego. Choć wielu inwestorów sprzedało jednostki uczestnictwa, wiele osób je nadal posiada i nie zamierza spieniężyć ich w najbliższym okresie.

4. Słabość funkcjonującego systemu emerytalnego skłaniała do oszczędzania indywidualnego na przyszłą emeryturę również w innych rodzajach ubezpieczeń takich jak UFK – Ubezpieczeniowe Fundusze Kapitałowe.

5. Do pozaekonomicznych czynników wpływających na strukturę inwestowania przez gospodarstwa domowe można zaliczyć przyczyny demograficzne oraz psychologiczne. Wynikało to z tego, że głowami gospodarstw domowych stawały się osoby młode, dobrze wykształcone, urodzone w wyżu demograficznym. Powodowało to większą skłonność do oszczędzania na zakup mieszkania/domu w tej fazie życia. Również większa wiedza o funkcjonowaniu rynku finansowego i możliwych korzyściach wpływała na wybór formy inwestowania.

## Literatura

- Detaliczne obligacje skarbowe w strukturze oszczędności finansowych gospodarstw domowych w latach 1999–2003 i w I kwartale 2004 r. Informacja Departamentu Długu Publicznego nr 2/2004 (2), Ministerstwo Finansów, Warszawa 2004.
- Encyklopedia popularna, PWN, Warszawa 1991.
- HENCLEWSKA G., PIĄTKOWSKA A. (red.), Polska 2007 – raport o stanie gospodarki, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2007.
- <http://www.bankier.pl/inwestowanie/fundusze> z 20.08.2008 r.
- <http://www.money.pl/gospodarka/wskazniki/pkb/> – dane na koniec marca 2008 r.
- KOPYCIŃSKA D. (red.), Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych, Wyd. Printgroup, Szczecin 2006.
- LE BON G., Psychologia tłumu, przeł. Kaprocki B., PWN, Warszawa 1986.
- LEPCZYŃSKI B., PENCZAR M., ŚLAŻAK E., (red.) Biznes i ryzyko na rynku „consumer finance” w Polsce, Raport IBnGR sporządzony dla Konferencji Przedsiębiorstw Finansowych, Gdańsk 2005.
- LIBERDA B. (red.), Determinanty oszczędzania w Polsce, Raport CASE nr 28, Warszawa.
- LUSARDI A.M., COSSA R., KRUPKA E.L., Savings of Youth Parents, Journal of Human Resources, Vol. 36, Issue 4.
- Mały Rocznik Statystyczny Polski 2008, GUS, Warszawa 2008.
- MIZIOŁEK T., Liczba członków OFE, Nasz Rynek Kapitałowy nr 10/2007.
- NOFSINGER J.R., Psychology of Investing, The 2nd Edition, Prentice Hall, The USA, 2005.
- OSIŃSKI J., SOBOLEWSKI P., TYMOCZKO D. (red.), Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006, NBP, Warszawa 2008.
- OSIŃSKI J., WYCZAŃSKI P., TYMOCZKO D., GRAȚ A. (red.), Rozwój systemu finansowego w Polsce 2002–2003, NBP, Warszawa 2004.
- OSIŃSKI J., SOBOLEWSKI P., TYMOCZKO D. (red.), Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006, NBP, Warszawa 2008.
- PIETRZAK D., POŁAŃSKI Z., WOŹNIAK B. (red.), System finansowy w Polsce, PWN, Warszawa 2008.
- PLUMMER T., Forecasting Financial Markets- Technical Analysis and the Dynamics of Price, Designs and Patents Act, London 1993.
- PUBLICIEWICZ T. Aktywa Funduszy Kapitałowych – wrzesień 2007, Analizy Online.
- PUBLICIEWICZ T. Struktura oszczędności gospodarstw domowych – marzec 2008 – Raport, Analizy Online, Warszawa 2008.
- Puls Biznesu z dnia 29.04.2006 r. 15 lat GPW– dodatek specjalny.
- Raport roczny 2006, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2007.
- Raport Roczny 2002 Stowarzyszenia Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych, Warszawa 2002.
- Rewizja rachunków regionalnych za lata 1995–2003, GUS, Warszawa 2006, s. 101; 14 lat polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami – materiały z konferencji, Warszawa 2006.
- Rocznik Demograficzny 2007, GUS, Warszawa 2007.
- SKAŁA M., MLECZKO A., Psychologia zmiany. Rzecz dla wściekniętych, Wyd. One press, Warszawa 2007.



## **Changes in the Level and Structure of Polish Households' Financial Assets**

### **Abstract**

The aim of this article is to analyse changes in the level and structure of households' financial assets in Poland. The discourse involves selected economical factors, which condition the method of household investments. Crucial determinants influencing the increase of financial assets worth include the establishment of Open Pension Funds as new entities on the financial market. In addition the growth of Investment Funds sector influenced the increased activity of households in investments. Those changes facilitated households with an easier access to financial tools. Changes which took place in the structure and level of Polish people's savings were, among other factors, the effect of the general growth of Polish economy. Major role in the development of financial assets' structure was played by non-economical factors: demographic and psychological. The latter factors exhibit high level of influence during dynamic fluctuations (both increase and decrease) of market index value. Such a situation occurred during the discussed period of time.

