

Rozdział 5

OSZCZĘDZANIE ORAZ INWESTOWANIE W GOSPODARSTWACH DOMOWYCH

Róża Milic-Czerniak

Istotną decyzją finansową gospodarstw domowych, zaprzatającą od dawna uwagę teoretyków i praktyków, jest podział zgromadzonych dochodów pomiędzy wydatki oraz oszczędności. Zindywidualizowane decyzje pojedynczych gospodarstw domowych o tym, czy i ile oszczędzać, mają niebagatelne znaczenie – z jednej strony dla rozwoju gospodarczego kraju, gdyż oszczędności gospodarstw domowych były traktowane jako źródło finansowania firm i infrastruktury (niejednokrotnie podkreślano, jak prooszczędnościowe postawy protestanckiego społeczeństwa amerykańskiego przyczyniły się do gwałtownego wzrostu gospodarczego), z drugiej strony natomiast w kontekście pozytywnego wpływu popytu wewnętrznego (konsumpcyjnego gospodarstw domowych) na wzrost PKB (szczególnie w ostatnich latach w Polsce).

5.1. Istota i rodzaje oszczędności

W teorii konsumpcji oszczędności są ujmowane po prostu jako różnica pomiędzy dochodami a bieżącą konsumpcją, co prowadzi do logicznego stwierdzenia, iż oszczędzanie to powstrzymywanie się konsumenta (gospodarstwa domowego) od bieżącej konsumpcji na rzecz jej zwiększenia w przyszłości. Te proste relacje pomiędzy konsumpcją bieżącą, oszczędnościami, a konsumpcją przyszłą były relatywnie prawdziwe w okresach, gdy nie były dostępne tak liczne sposoby ich

inwestowania, a także gdy nie był dostępny na skalę masową kredyt inwestycyjny (głównie hipoteczny) dla gospodarstw domowych. Stąd, w tej jakże prostej i powszechnie przyjmowanej definicji, należałoby wprowadzić kilka uściśleń.

Po pierwsze, można mówić o **oszczędnościach bieżących** (np. w okresie miesiąca, roku itd., będących elementem budżetu domowego), a także o oszczędnościach zgromadzonych do określonego momentu w gospodarstwie domowym (będących elementem bilansu gospodarstwa domowego). W tej drugiej sytuacji zdecydowanie lepiej używać określenia **majątek**, wyodrębniając do tego jego dwa podstawowe składniki, a mianowicie majątek materialny (rzeczowy) oraz majątek finansowy. Jeden i drugi są przedmiotem decyzji finansowych gospodarstw domowych. Jednakże tylko ten drugi (majątek finansowy, określany również jako aktywa finansowe) jest przedmiotem działania instytucji finansowych, a więc potrzeby gospodarstw domowych w tym zakresie są realizowane poprzez korzystanie z ich produktów finansowych. Usługi doradców finansowych w zakresie wealth management, a jeszcze bardziej private bankingu obejmują jednakże najczęściej doradztwo w zakresie zarządzania całym majątkiem gospodarstw domowych.

Po drugie, jeżeli efektem oszczędzania jest zwiększanie majątku gospodarstwa domowego (np. zakup domu), to dotyczy to również kredytów. Spłaty kredytów o charakterze inwestycyjnym (głównie hipotecznych, na zakup artykułów trwałego użytku, przedmiotów luksusowych) spełniają tę samą funkcję, co oszczędności, a ich spłacanie będzie również wymuszało ograniczanie bieżącej konsumpcji przez wiele lat. Nie tylko oszczędności, ale również kredyty są zatem formą gromadzenia majątku, w tym przypadku majątku niefinansowego, chociaż mogą to być również kredyty na zakup papierów wartościowych, np. akcji. Zmienia to w istotny sposób obraz skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych.

Powyższe uściślenia wynikają nie tyle z potrzeb teoretycznej dystynkcji, co z dostosowania nomenklatury pojęciowej do danych empirycznych o oszczędnościach. Brak precyzji w nazewnictwie utrudnia, a często wręcz uniemożliwia interpretację informacji o oszczędnościach, które są aktualnie zdecydowanie bardziej skomplikowane niż w okresach rzadkiej dostępności kredytów.

Dwa główne źródła informacji o bieżących oszczędnościach gospodarstw domowych, a mianowicie wyniki badań budżetów gospodarstw domowych (ujęcie mikro) oraz rachunki narodowe dla sektorów instytucjonalnych gospodarki (ujęcie makro), ujmują w swoich statystykach nie tylko saldo oszczędności w węższym sensie, ale również saldo kredytów i pożyczek oraz zmian w majątku materialnym. Czynią to jednak w odmienny, nieporównywalny sposób.

GUS na podstawie badania budżetów gospodarstw domowych (badania reprezentatywne) publikuje zbiorcze, miesięczne informacje o tzw. pozycjach oszczędnościowych po stronie: dochodów (różnica pomiędzy przychodem netto a dochodem

rozporządzalnym) oraz rozchodów (różnica pomiędzy rozchodami netto a wydatkami) na poziomie 1 osoby w gospodarstwie domowym. **Pozycje oszczędnościowe** obejmują:

- lokaty (pobrane/wpłacone) oraz papiery wartościowe (sprzedaż/zakup),
- pożyczki i kredyty (zaciągnięte/splacone),
- pożyczki pieniężne udzielone osobom prywatnym (zwrot/udzielenie),
- ubezpieczenia na życie (otrzymane świadczenia/składki),
- majątek rzeczowy, a więc nieruchomości, środki trwałe użytkowane w gospodarstwie rolnym (sprzedaż/zakup, remont, modernizacja),
- sprzedaż użytkowanych artykułów konsumpcyjnych (w tym przedmiotów trwałego użytku)¹.

Jest to zatem bardzo szerokie ujęcie oszczędności, gdyż obejmują one nie tylko bieżące oszczędności finansowe, co było praktykowane do końca lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku (osobno w publikacjach GUS były podawane informacje o zaciąganych i splacanych kredytach i pożyczkach), lecz także wydatki związane z majątkiem rzeczowym oraz zaciąganiem i splacaniem kredytów oraz pożyczek.

Jeszcze szerzej ujmowane są **oszczędności w rachunkach narodowych**, w których oszczędności brutto gospodarstw domowych stanowią część dochodów do dyspozycji brutto przeznaczonych na akumulację (tj. nakłady brutto na środki trwałe, przyrost rzeczowych środków obrotowych i aktywów o wyjątkowej wartości, np. antyki, wyroby jubilerskie itd.), transfery kapitałowe, wierzytelności netto lub zadłużenie netto, oraz zmiany wartości funduszy emerytalnych (nie tylko wpłaty do funduszy w poszczególnych latach, lecz również zmiany wartości jednostek uczestnictwa), co powoduje, iż w latach kryzysu ich wartość spadała². Pozwala to wyjaśnić również spadek stopy oszczędzania gospodarstw domowych w analizach porównawczych z krajami UE 27, w których nie wystąpiły tak głębokie spadki stóp jak w Polsce w roku 2008 oraz 2011³.

Kolejnym źródłem informacji o oszczędnościach są **statystyki poszczególnych instytucji finansowych** obejmujące depozyty i ich strukturę (banki), fundusze inwestycyjne (TFI), akcje (biura maklerskie), obligacje, ubezpieczeniowy fundusz kapitałowy (zakłady ubezpieczeń) – dostarczają informacji o inwestycjach gospodarstw domowych w poszczególne produkty, a więc dotyczą elementów majątku finansowego.

Oszczędności mogą przy tym mieć charakter oszczędności:

- **dobrowolnych**, gdy są przejawem preferencji oszczędzającego;

¹ *Budżety gospodarstw domowych...*, op. cit.

² *Rocznik Statystyczny 2013*, GUS, Warszawa 2014, s. 740–741.

³ Wójcik E., *Konkurencja na rynku oszczędności w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2014, s. 95.

- **kontraktowych**, opartych według George Katona na „dobrowolnym zniewoleniu”⁴, czyli wynikających z umowy z instytucją finansową lub pracodawcą o odprowadzaniu co miesiąc części dochodów – dla przykładu kiedyś były to książeczki systematycznego oszczędzania, a aktualnie są to np. programy emerytalne lub też raty kredytu, będące pochodną dobrowolnej decyzji gospodarstwa o zaciągnięciu kredytu, w celu zaspokojenia określonych potrzeb, najczęściej np. potrzeb mieszkaniowych itp., powiększających jego majątek;
- **przymusowych**, gdy nie jest wyrazem decyzji i preferencji gospodarstwa domowego, bo wynika z przyczyn zewnętrznych, jak np. określonych regulacji prawnych (np. składki emerytalne), albo też gdy deficyt towarów i usług na rynku nie pozwala na wydatkowanie bieżących dochodów zgodnie z jego preferencjami.

W analizach kształtowania się oszczędności w różnych grupach gospodarstw domowych, zmian w czasie itd. wykorzystuje się najczęściej wskaźnik określany jako **stopa oszczędzania** (So) obliczany według wzoru:

$$So = \frac{O}{Dr}$$

gdzie:

O – oszczędności,

Dr – dochody rozporządalne.

Biorąc pod uwagę jednak wyniki badań budżetów domowych, stopę oszczędzania oblicza się jako:

$$So = \left(1 - \frac{W}{Dr}\right) \times 100\%$$

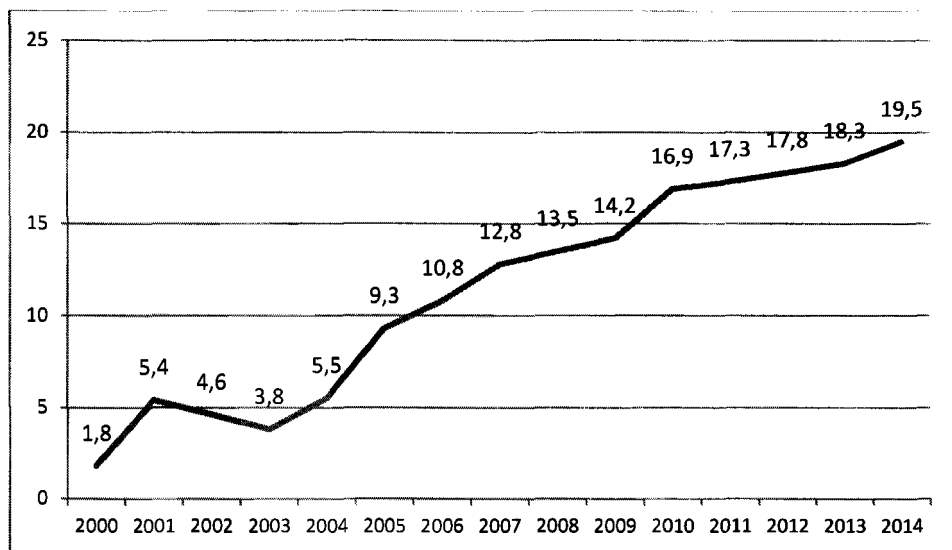
gdzie:

W – wydatki.

Tak obliczana stopa oszczędzania (skłonność do oszczędzania) obejmuje zatem nie tylko oszczędności sensu stricto, lecz także saldo kredytów i pożyczek oraz zmiany w majątku rzeczowym, a także pozostałe elementy „pozycji oszczędnościowych” wymienionych wyżej, co można określić jako oszczędności sensu largo. Pozwala również prawidłowo zinterpretować wzrost skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych w Polsce na przestrzeni kilkunastu ostatnich lat, a szczególnie jej gwałtowną dynamikę w ostatnich latach (wykres 5.1.). Prawie co piąta złotówka w 2014 roku nie była wydawana na bieżącą konsumpcję (w 2000 roku co pięćdziesiąta szosta).

⁴ Katona G., *Psychological Economics*, op. cit., s. 230.

Wykres 5.1. Poziom stopy oszczędzania w gospodarstwach domowych w latach 2000–2014 (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników *Budżetów gospodarstw domowych...* op. cit.

Oszczędności nie powinny być zatem definiowane jako powstrzymywanie się gospodarstwa domowego od bieżącej konsumpcji na rzecz jej zwiększenia w przyszłości, lecz jako środki przeznaczone na zabezpieczenie i wzrost majątku gospodarstwa domowego, pozwalające zarówno na wzrost konsumpcji bieżącej i przyszłej (majątek rzeczowy), jak i zabezpieczenie konsumpcji przyszłej (majątek finansowy). Takie ujęcie oszczędności pozwala uchwycić również wysiłek gospodarstw domowych zadłużonych na kilka dziesięcioleci, spłacających systematycznie kredyty, by w pełni stać się właścicielami nabytego za kredyt hipoteczny domu czy mieszkania. W gospodarstwach domowych z pierwszej fazy cyklu życia jest to najczęściej wykorzystywany sposób wygładzania konsumpcji w całym cyklu życia. Przemawia za tym fakt, iż w 2011 roku 81,6% gospodarstw domowych posiadało tytuł własności zamieszkiwanego domu, segmentu lub mieszkania, a co dziewiąte lokum było obciążone kredytem hipotecznym⁵. Oszczędzanie poprzez zaciąganie kredytów jest widoczne wyraźnie z jednej strony we wzrastającym udziale majątku rzeczowego w majątku polskich gospodarstw domowych, a z drugiej strony w gwałtownie wzrastającym udziale zobowiązań w finansowaniu tego majątku. Proces ten jest szczególnie ostro widoczny począwszy od boomu kredytów hipotecznych, który się rozpoczął w latach 2005–2008 (wykres 5.2.). Ponadto sami konsumenci

⁵ *Warunki życia rodzin w Polsce*, GUS, Warszawa 2014, s. 131.

w badaniach dotyczących rozumienia oszczędności podają, iż dla nich oszczędzaniem jest „spłata rat kredytu hipotecznego”⁶.

Mówiąc o oszczędnościach osobistych (gospodarstw domowych) najczęściej zatem odnosimy je do oszczędności:

- depozytowych, zgromadzonych na kontach w bankach, wzrastających o naliczane odsetki, o których informuje sprawozdawczość banków;
- finansowych (łącznie z depozytowymi), zgromadzone w postaci środków (aktywów) na rachunkach w bankach, biurach maklerskich, funduszach inwestycyjnych, ubezpieczeniowych. Ich wolumen może się istotnie zmieniać (wzrastać, spadać) pod wpływem zmian niezależnych od decyzji oszczędzających (np. zmian wartości jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych). Ich elementem są także niejednokrotnie oszczędności przymusowe w OFE. Źródłem informacji o nich jest sprawozdawczość poszczególnych instytucji finansowych oraz szacunkowe informacje na temat gotówkowych zasobów w gospodarstwach domowych;
- brutto, obejmujących wszystkie „pozycje oszczędnościowe” ujmowane w badaniach budżetów domowych, a więc także zaciągane i spłacane kredyty w danym roku, głównie o charakterze inwestycyjnym;
- w formie majątku rzeczowego, obejmującego nieruchomości, a więc mieszkania, domy, grunty itd. (rozdz. 3). Źródłem informacji o jego wielkości są statystyki majątku gospodarstw domowych prowadzone w niektórych krajach, jak również oparte na wycenie majątku statystyki prowadzone przez instytucje międzynarodowe.
- w postaci całego majątku gospodarstwa domowego („dorobku życia”), obejmującego zarówno oszczędności finansowe, jak i niefinansowe.

Prawidłowości kształtowania się poszczególnych rodzajów oszczędności mogą się znacznie różnić, stąd należałoby unikać określeń typu „Polacy mało oszczędzają”, gdyż sformułowanie to odnosi się najczęściej do oszczędności depozytowych. Uwzględnienie pozostałych rodzajów oszczędności prowadzić może do wręcz przeciwnych sformułowań. Szczególne kontrowersje budzić może rola kredytów w budowaniu majątku gospodarstw domowych.

Coraz częściej można się spotkać również z oddzielaniem pojęcia „oszczędzania” od pojęcia „inwestowania”, przy czym oszczędzanie jest rozumiane jako pierwszy etap powstawania oszczędności, a więc jako „powstrzymywanie się od wydatków”, rezerwowanie pewnej kwoty bieżących dochodów na przyszłe wydatki. Pojęcie inwestowania natomiast jest wykorzystywane do wyjaśniania drugiego etapu oszczędzania, a mianowicie tego, co się dzieje ze zgromadzonymi oszczęd-

⁶ Białowas S., *Zachowania oszczędnościowe w polskich gospodarstwach domowych. Postawy, determinanty, modele*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2013, s. 36.

nościami. Inwestowanie jest zatem interpretowane jako wyrzeczenie się bieżącej konsumpcji dla przyszłych korzyści lub inaczej, angażowanie zgromadzonych środków w dane przedsięwzięcie w nadziei uzyskania korzyści w przyszłości⁷. W węższym znaczeniu inwestowanie jest traktowane jako godzenie się z niepewnymi korzyściami zaangażowania posiadanych środków. Ważną cechą inwestowania jest fakt, że wartość finansowego zaangażowania się jest pewna i znana, ale korzyści są jedynie możliwe, a więc niepewne. Chodzi więc wtedy o ulokowanie oszczędności w aktywa bez gwarantowanej stopy zwrotu (np. niektóre lokaty strukturyzowane), czy nawet bez ochrony kapitału (np. fundusze inwestycyjne, akcje). Na pewno zatem inwestowaniem nie będzie trzymanie oszczędności w przysłowiowej „skarpecie”, na rachunku osobistym, a często nie jest nim nawet ulokowanie oszczędności na lokacie. W niniejszym opracowaniu określenia „inwestowanie” będziemy używać najczęściej przy omawianiu kierunków wykorzystania zgromadzonych oszczędności, bez względu na towarzyszące mu ryzyko.

5.2. Teorie oszczędzania

Znalezieniem prawidłowości w relacjach pomiędzy zgromadzonymi dochodami oraz wydatkami (konsumpcją) oraz oszczędnościami zajmowało się wielu teoretyków, w tym kilku noblistów, co znalazło wyraz w sformułowanych przez nich znanych prawidłowościach, takich jak hipoteza:

- dochodu absolutnego (bezwzględnego) [Keynes, 1936],
- dochodu relatywnego (względego) [Duesenburry, 1949],
- cyklu życia [Modigliani i Brumberg, 1954],
- dochodu stałego (permanentnego) [Friedman, 1957],
- behawioralna hipoteza cyklu życia [Shefrin i Thaler, 1988].

Autorem **hipotezy dochodu absolutnego** jest John Myrdal Keynes. Sformułował on tzw. prawo psychologiczne, które implikuje, iż konsumenci zwiększają konsumpcję wraz ze wzrostem dochodu rozporządzalnego (całkowitego), ale w stopniu mniejszym niż stopień wzrostu dochodu, gdyż im bardziej wzrasta dochód, w tym większym stopniu rosną oszczędności. Oznacza to, iż w miarę wzrostu dochodu krańcowa skłonność do konsumpcji (stosunek najmniejszych przyrostów wydatków konsumpcyjnych do najmniejszych przyrostów dochodu) maleje, natomiast krańcowa skłonność do oszczędzania wzrasta. Hipoteza ta zakłada zatem nieproporcjonalność oszczędności oraz konsumpcji wobec dochodów.

Hipoteza ta, zgodnie z empirycznymi obserwacjami, sprawdza się na danych przekrojowych obejmujących dochody i wydatki konsumpcyjne gospodarstw

⁷ Waliszewski K., *Doradztwo finansowe w Polsce...*, op. cit., s. 24.

domowych. Oznacza to, iż skłonność do oszczędności gospodarstw domowych zaszeregowanych do najniższej grupy dochodowej jest najniższa. Gospodarstwa domowe przynależne do wyższych grup dochodowych charakteryzują się coraz wyższą skłonnością do oszczędzania. Dla przykładu stopa oszczędności gospodarstw domowych z pierwszej grupy decylowej wynosiła w roku 2011 0,8%, a w 2000 roku 12,4%, podczas gdy w dziesiątej grupie decylowej wynosiła odpowiednio 35,4% oraz 25%. Ta pierwsza grupa nie tylko nie oszczędzała, lecz wręcz korzystała z pożyczek na zaspokojenie swoich bieżących wydatków⁸.

Analizy prowadzone w szeregach czasowych wskazują najczęściej, iż skłonność do oszczędzania jest niemal stała, co oczywiście nie potwierdza tej hipotezy. W Polsce natomiast w gospodarstwach domowych w latach 2000–2004 stopa oszczędności była relatywnie niska (oscylowała pomiędzy 1,8% a 5,6%), podczas gdy począwszy od 2005 roku wzrasta systematycznie (z 9,4% do 19,5% w 2014 roku), co jest niewątpliwie efektem spłacania kredytów hipotecznych (wykres 5.1.).

James S. Duesenberry z kolei w swojej **hipotezie dochodu relatywnego** (względnego) wychodzi z założenia, iż poziom oszczędzania zależy nie tylko od poziomu dochodów bezwzględnych i jego zmian, lecz również od relacji do dochodów gospodarstw stanowiących tzw. grupę odniesienia, a także od poziomu konsumpcji osiągniętego wcześniej. Może to zaburzać skłonność do oszczędzania danego gospodarstwa, gdyż będzie się ona kształtować w zależności od jego pozycji społecznej oraz zmian nie tylko własnych dochodów, lecz również dochodów innych gospodarstw⁹.

Wyodrębnia on dwie sytuacje podziału dochodów pomiędzy wydatkami a oszczędzaniem, a mianowicie sytuację, gdy dochody wzrastają oraz gdy się obniżają. Przy wzroście dochodów gospodarstwa domowe zachowują się podobnie, jak twierdził Keynes, czyli będą w większym stopniu odkładać oszczędności niż folgować wydatkom konsumpcyjnym. W sytuacji natomiast obniżenia się dochodów Duesenberry formułuje hipotezę o nieodwracalności konsumpcji, co oznacza, iż gospodarstwo domowe będzie dążyło za wszelką cenę do utrzymania już osiągniętego poziomu wydatków. Zjawisko to określane jest często jako tzw. efekt rygla. Chcąc chronić poziom osiągniętej konsumpcji, gospodarstwo będzie finansowało swoje wydatki z oszczędności, zaciągając pożyczki, korzystając z pomocy rodziny itd. Zjawisko to przejawia się zazwyczaj w okresie kilku lat (aż do wyczerpania możliwości dodatkowego finansowania wydatków lub też powrotu do wcześniejszego poziomu dochodów), jak to miało miejsce w Polsce w licznych grupach gospodarstw domowych w latach osiemdziesiątych oraz ponownie na początku okresu transfor-

⁸ Liberda B., *Przezorność. Kto oszczędza w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2013, s. 55.

⁹ Duesenberry J., *Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior*, Harvard University Press, Cambridge 1949.

macji¹⁰. Odmienna sytuacja wystąpiła jednakże w 2005 roku, kiedy pomimo wzrostu dochodu rozporządzalnego nastąpił lekki spadek wydatków (o 0,6%), co mogło być wywołane koniecznością spłaty zobowiązań.

Najwięcej zwolenników ma relatywnie późno sformułowana **hipoteza cyklu życia**. Jej autorami są Franco Modigliani (laureat Nagrody Nobla w 1985 roku) i R. Brumberga (oraz Alberta Ando, który po śmierci R. Brumberga kontynuował prace w tym zakresie¹¹). Wychodzą oni z założenia, iż okres życia konsumenta (gospodarstwa domowego) jest skończony i dzieli się na znacznie różniące się fazy (dzieciństwo, młodość, lata intensywnej aktywności zawodowej, wiek emerytalny), które mają istotny wpływ na wielkość i strukturę wydatków konsumpcyjnych, oszczędności oraz zadłużania się. Gospodarstwa domowe w swych decyzjach uwzględniają nie tylko posiadane już aktywa (nieruchomości, lokaty itd.) oraz bieżące dochody, ale także – fazę swego cyklu życia – starają się antycypować przyszłe strumienie dochodów oraz swoją przyszłą sytuację życiową. W pierwszym okresie życia konsumenta jego wydatki przewyższają zarówno dochody bieżące, jak i dochody stałe (zaciągają kredyty, korzystają z pomocy rodziny). W drugim okresie życia, gdy bliska jest perspektywa przejścia na emeryturę, a więc znacznego spadku dochodów bieżących, wzrastają oszczędności. W momencie zaprzestania pracy zawodowej, malejące dochody są uzupełniane oszczędnościami z wcześniejszych faz życia. W swojej koncepcji autorzy nie uwzględnili jednak transferów międzypokoleniowych (a głównie spadków), których znaczenie jest coraz bardziej istotne. Międzypokoleniowe transfery majątkowe polegają na wydłużaniu horyzontu planowania budżetowego poza cykl życia jednego pokolenia. Mogą przyjąć formę wyrzeczeń konsumpcyjnych na rzecz dzieci lub też wyrzeczeń konsumpcyjnych na rzecz rodziców. Najczęściej polegają jednak na gromadzeniu oszczędności na rzecz podwyższenia poziomu życia własnych dzieci, a nawet wnuków. Znany „trójkąt Modiglianiego”, pokazuje jednak, iż oszczędności (majątek) najpierw wraz z wiekiem rosną (szczególnie przed okresem emerytalnym), a następnie spadają (po przejściu na emeryturę), by w chwili śmierci osiągnąć poziom bliski zeru. Prawdliwość ta oznacza przyjęcie założenia, iż wyłącznym motywem oszczędzania jest zabezpieczenie na emeryturę, a pomija motyw zabezpieczenia potomków.

W Polsce nie występują zakładane w hipotezie cyklu życia prawidłowości. Najwyższą skłonnością do oszczędzania charakteryzują się bowiem gospodarstwa domowe najmłodsze (w wieku 30–34 lat, szczególnie gospodarstwa dwuosobowe) oraz gospodarstwa z następnej grupy wiekowej (35–39 lat). Nie są również najniższe stopy oszczędności w gospodarstwach domowych najstarszych (65+), lecz

¹⁰ Beskid L., Milic-Czerniak R., Sufin Z., *Polacy a nowa rzeczywistość ekonomiczna. Procesy przystosowywania się w mikroskali*, Wydawnictwo IFiS PAN, Warszawa 1995, s. 91 i dalsze.

¹¹ Rytelewska G., *Gospodarstwa domowe*, [w:] Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.), *System finansowy...*, op. cit., s. 755.

w gospodarstwach, w których zgodnie z tą teorią powinny być one najwyższe, a więc po przekroczeniu 50 lat. Dzieje się tak przede wszystkim za sprawą innej niż zakładali twórcy tej teorii krzywej dochodów. Najwyższych dochodów nie osiągają bowiem gospodarstwa domowe w wieku przedemerytalnym, lecz gospodarstwa najmłodsze (30–34 oraz 30–39 lat). Co ciekawe, najwyższe dochody na osobę w całym cyklu życia osiągają gospodarstwa najstarsze (65+) o wykształceniu podstawowym, zawodowym oraz średnim. Wynikać to może poniekąd z możliwości pobierania emerytury oraz kontynuowania pracy zarobkowej, a także z faktu wspólnego zamieszkiwania z dorosłymi, zarabiającymi dziećmi, które w ten sposób mogą spokojnie oszczędzać na usamodzielnienie się (własne mieszkanie). Specyfiką polską są bowiem tzw. bamboccioni, a więc dorosłe dzieci (w wieku 25–34 lat), zamieszkujące w domu rodzinnym. Podczas gdy średnio w krajach europejskich odsetek osób w wieku do 34 lat mieszkających z rodzicami wynosi 28%, to w Polsce wynosił on w 2005 roku 36%, a w 2014 roku wzrósł do 43%¹².

W obydwu zatem grupach gospodarstw domowych, niezachowujących się zgodnie z tą prawidłowością, występują oszczędności kontraktowe, polegające na systematycznym spłacaniu zaciągniętego kredytu hipotecznego. Potwierdzają to także wyniki badań ankietowych osób w różnym wieku (a nie głów gospodarstwa domowego). Wśród osób bowiem mających oszczędności i kredyty połowę stanowili respondenci w wieku do 34 lat, a z kolei wśród osób niemających ani oszczędności, ani kredytów ponad połowę stanowili respondenci powyżej 55. roku życia¹³.

Milton Friedman przy formułowaniu swojej **hipotezy dochodu stałego** nie traktował dochodów gospodarstwa domowego jako całości, lecz zwracał uwagę na konieczność podziału zarówno dochodów, jak i wydatków na część stałą i zmienną. Po pokryciu wydatków związanych z zaspokajaniem potrzeb podstawowych pozostaje część zmienna, tzw. fundusz swobodnej decyzji (angielski wolny dochód). Część zmienną dochodów stanowią np. nagrody, dywidendy, niewłączane do finansowania wydatków stałych, lecz zasilające fundusz swobodnej decyzji, z którego są zaspokajane potrzeby wyższego rzędu lub który jest przeznaczany na oszczędności¹⁴. Gospodarstwa domowe o zbyt niskich dochodach nie tworzą tego funduszu, ani też oszczędności. Stąd bardzo niska (bądź wręcz ujemna) skłonność do oszczędzania w najbiedniejszych gospodarstwach domowych.

Niektóre badania empiryczne potwierdzały zasadność hipotezy dochodu stałego. Ostatnio jednak zauważa się silną presję dochodów bieżących na decyzje gospodarstw domowych określaną wręcz jako nadwrażliwość konsumpcji na dochody bieżące. Przejawia się ona w coraz częstszym podejmowaniu decyzji gospodarstw

¹² MAWI: *U mamy do końca studiów*, „Gazeta Wyborcza” 11.02.2015, s. 5.

¹³ Badora B., *Oszczędności i kredyty*, Komunikat BS/159/2012. CBOS, Warszawa 2012.

¹⁴ Friedman M., *A Theory of Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton 1957.

domowych pod presją bieżących dochodów, co wynika z nieregularności dochodów z pracy (bezrobocie, zatrudnienie na śmieciowych umowach, włączanie do bieżących dochodów kredytu w kartach kredytowych, łatwość zaciągania kredytów)¹⁵.

Behawioralna hipoteza cyklu życia opracowana przez Hersha Shefrina i Richarda Thaler (1988) powstała jako alternatywa dla modeli cyklu życia. Jej sformułowanie poprzedzone zostało pracami psychologów behawioralnych, a głównie D. Kahnemana (noblista z roku 2002) i A. Tversky'ego. Podejście behawioralne jest szczególnie często wykorzystywane w wyjaśnianiu zachowań inwestorów na rynkach kapitałowych (rozdz. 6). Istotne znaczenie odgrywa również w wyjaśnianiu zachowań gospodarstw domowych w zakresie oszczędzania. Hipoteza ta jest efektem analiz zachowań rzeczywistych i ujmuje ich irracjonalny wątek.

Behawioralna hipoteza cyklu życia opiera się przede wszystkim na trzech filarach:

- 1) teorii samokontroli,
- 2) systemie kont mentalnych (*mental accounts*) oraz
- 3) sposobie prezentacji alternatyw przy ostatecznym podejmowaniu decyzji (*framing*)¹⁶.

Zasadniczym elementem ekonomicznej teorii samokontroli jest wyodrębnienie w ludzkiej psychice dwóch przeciwstawnych osobowości: krótkowzrocznego, egoistycznego hedonisty (*doer*) oraz kalkulującego i planującego stratega (*planner*). Konstrukcja ta stanowi próbę formalnego ujęcia problemu niestabilnych preferencji konsumenta, przejawiających się w niespójnym dążeniu z jednej strony do maksymalizacji zaspokajania potrzeb bieżących (hedonista), a z drugiej strony do zabezpieczenia konsumpcji w całym cyklu życia (strateg). Są to stałe dylematy każdego konsumenta, szczególnie gdy dysponuje on niskimi dochodami bieżącymi.

W sukurs strategowi przychodzą narzędzia zarządzania finansami osobistymi, jak budżetowanie, które pozwala wyodrębniać różne kategorie wydatków, nakładać na nie limity, podobnie jak w instytucjach. Sprowadza się do tworzenia tzw. kwadratowych złotych, a więc braku możliwości przesuwania ich pomiędzy grupami wydatków (rozdz. 3). Jeszcze plastyczniej jest to uwzględniane w aplikacjach internetowych (rozdz. 4). W jeszcze większym stopniu zapędy hedonisty do zwiększania bieżących wydatków ograniczają oszczędności kontraktowe, a więc już nie nieformalne zapisy księgowe, lecz formalne, oparte na umowach zobowiązania. W nich można dopatrywać się sukcesu wysokiej skłonności do oszczędzania w polskich gospodarstwach osób najmłodszych.

Wprowadzenie pojęcia księgowania umysłowego (*mental accounting*), czyli zjawiska polegającego na rozdzielnym traktowaniu środków finansowych pochodzących

¹⁵ Bywalec Cz., *Ekonomika...*, op. cit., s. 127.

¹⁶ Bańbuła P., *Oszczędności i wybór międzyokresowy – podejście behawioralne*, NBP Materiały i Studia, Zeszyt nr 208, Warszawa 2006, s. 50.

z różnych źródeł lub przeznaczonych na odmienne cele, jest dalszym zabiegiem ograniczania swobody podejmowania decyzji przez hedonistę. Shefrin i Thaler zaproponowali wyodrębnienie trzech grup kont, na których ulokowane byłyby:

- 1) bieżące dochody (już bez oszczędności na cele emerytalne – I);
- 2) bieżący majątek, niebędący częścią przeznaczoną na emeryturę (A);
- 3) przyszłe dochody oraz oszczędności zgromadzone na emeryturę (F)¹⁷.

Najłatwiej oczywiście wydawać dochody z pierwszego konta, podczas gdy naruszanie środków z pozostałych „szufladek” cechuje większy dyskomfort, gdyż wiąże się ono z brakiem wytrwałości i podważaniem własnych wcześniejszych decyzji o nienaruszalności środków zdeponowanych na tychże kontach.

Nawet zatem trywialne zmiany w sposobie prezentacji alternatyw (podporządkowanie posiadanych środków różnym celom), uwypuklające ich treść, mają znaczny wpływ na decyzje gospodarstw domowych. Koncepcja ta odnosi się zatem bardzo trafnie także do zarządzania bieżącymi środkami finansowymi oraz majątkiem w gospodarstwach domowych. Podział ten nie jest jednak ani wyczerpujący, ani też niezmienny, wykorzystuje jednak jednoznacznie różne krańcowe skłonności do konsumpcji dla każdego z tych kont. Występuje między nimi następująca zależność:

$$1 \approx \Delta C / \Delta I > \Delta C / \Delta A > \Delta C / \Delta F \approx 0$$

Zależność ta pokazuje, iż najwyższą skłonnością do konsumpcji, co oczywiście, charakteryzuje się konto pierwsze, a z najniższą skorelowane są środki zgromadzone na koncie trzecim. Wydawanie środków z kont dalszych jest trudniejsze, gdyż wymaga podjęcia nowych decyzji, bardziej bolesnych niż zwyczajowe, najczęściej bezrefleksyjne wydawanie pieniędzy z konta bieżących dochodów. To ostatnie odbywa się często przy korzystaniu ze zlecenia stałego czy też polecenia zapłaty, bez bieżącego uczestnictwa konsumenta w ich wydawaniu. Uszczuplanie natomiast majątku gospodarstwa w postaci zakupionego czy otrzymanego w spadku mieszkania jest związane z utratą bezpiecznego zaspokajania potrzeby mieszkaniowej, a często dodatkowo ze sprzeniewierzeniem „ojcowsizny”, mającym silne kulturowe uwarunkowania.

Zbytne zakotwiczenie w „kontach mentalnych” może prowadzić do paradoksalnych i, z punktu widzenia społecznego, nieakceptowanych sytuacji, jak chociażby blokowanie dojazdów do dużych miast przez rolników, w lutym 2015. Hasła rolników: „nie mamy za co żyć”, blokujących drogi pięknymi, nowymi, drogimi ciągnikami, posiadających do tego własne domy, ziemię i miejsca pracy nie wzbudzało akceptacji licznych bezrobotnych, nisko opłacanych pracowników najemnych,

¹⁷ Wärmeryd K., *Oszczędzanie*, [w:] Tyszka T. (red.), *Psychologia ekonomiczna*, GWP, Gdańsk 2004, s. 541.

eksmitowanych niejednokrotnie z wynajmowanych przez dziesięciolecia mieszkań czynszowych.

Koncepcje poświęcone relacjom pomiędzy kształtowaniem się dochodów a oszczędności rozwijane na przestrzeni półwiecza ubiegłego wieku w dużym stopniu się uzupełniają, gdyż wątki racjonalne były w nich wzbogacane o wątki irracjonalne, a aspekty ekonomiczne o społeczne i psychologiczne. Ich poprawność jest nie tylko weryfikowalna (choć nie zawsze pozytywnie) w różnych sytuacjach społeczno-ekonomicznego funkcjonowania gospodarstw domowych, lecz także wykorzystywana, czy to w prognozowaniu rozwoju gospodarczego, czy też w stymulowaniu pewnych pożądanych zachowań, jak chociażby w uzupełnianiu oferty instytucji finansowych o produkty dedykowane do celowego oszczędzania na emeryturę (IKE, IKZE).

Niemniej w prawidłowościach tych należałoby uwzględnić co najmniej międzypokoleniowe transfery walutowe, rolę własnego mieszkania/domu w majątku gospodarstwa domowego, a także znaczenie kredytów hipotecznych w skłonności do oszczędzania oraz w strukturze kont mentalnych. Pozwoliłoby to pełniej wyjaśnić traktowaną jako anomalię większą skłonność do oszczędzania w początkowej oraz końcowej fazie cyklu życia gospodarstwa domowego.

5.3. Motywy i cele oszczędzania gospodarstw domowych

Lista motywów oszczędzania opracowana przez J.M. Keynesa (1936) jest do dzisiaj najczęściej wymienianą, analizowaną i prawie wyczerpującą listą ośmiu motywów¹⁸. Są nimi następujące motywy:

- ostrożności (*precautionary motive*) – tworzenie rezerwy na nieprzewidziane okoliczności;
- antycypowania przyszłych niższych dochodów (*life-cycle motive*), przezorności – gromadzenie środków na sfinansowanie potrzeb przyszłych;
- wyrachowania (*intertemporal substitution motive*) – wykorzystywanie wysokiej stopy procentowej, przewidywalnego wzrostu wartości;
- poprawy stopy życiowej, zwiększenia dobrobytu (*improvement motive*);
- niezależności (*independence motive*) – realizacja własnych aspiracji, zamierzeń;
- przedsiębiorczości (*enterprise motive*) – tworzenie kapitału na realizację przyszłych projektów (spekulacyjnych lub biznesowych);
- pozostawienia spadku (*bequest motive*);
- skąpstwa (*avarice motive*) – oszczędzanie wynikające z niechęci do wydawania pieniędzy.

¹⁸ Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, WN PWN, Warszawa 2003, s. 28.

Coraz częściej lista motywów Keynesa uzupełniana jest o motyw dziewiąty: gromadzenie środków na zaliczkę, przedpłatę, wkład własny (*downpayment motive*), niezbędnych przy zakupie drogich artykułów, nieruchomości, jak np. samochodu, mieszkania. Pozostała część pokrywana jest najczęściej przez zaciągnięcie kredytu¹⁹. Jest to zatem motyw zorientowany na osiągnięcie konkretnego celu, stanowiący pomost pomiędzy oszczędzaniem, a zaciąganiem kredytu. W definicji motywu wkładu własnego podkreśla się, iż pozostała część ceny płacona jest w ratach, **przez co drogie artykuły stają się bardziej osiągalne dla przeciętnego konsumenta**²⁰. Motyw ten pokazuje również płynność przechodzenia od oszczędzania do zaciągania kredytu, by zrealizować ten sam cel. Z punktu widzenia zatem zarządzania budżetem domowym oraz realizacji celu nabycia drogiego artykułu zacierają się różnice między oszczędzaniem oraz kredytowaniem, gdyż zarówno jeden, jak i drugi sposób finansowania pożądanego nabytku wymaga systematycznego obniżania konsumpcji bieżącej. Rysuje się przy tym istotna **przewaga zakupu na kredyt nad zakupami finansowanymi oszczędnościami – możliwość dokonania wcześniejszego zakupu**. Element ten przesłania niejednokrotnie ryzyko związane z takim podejściem. Z punktu widzenia racjonalności zachowania w całym cyklu życia gospodarstwa domowego podejście to jest uzasadnione chociażby faktem, iż jak wynika z obliczeń, cena zakupu mieszkania w Polsce odpowiada kosztem jego wynajmu przez 15 lat, co jest okresem znacznie krótszym od europejskiej średniej, gdzie kwota zakupu nieruchomości wystarczyłaby na 26 lat wynajmowania²¹. Wysokie koszty najmu mieszkania z jednej strony, a z drugiej strony konieczność wieloletniego oszczędzania na jego zakup, skłaniają gospodarstwa domowe w Polsce, częściej niż w innych krajach, do podejmowania decyzji o zaciąganiu kredytu na ten cel i w ten sposób budowania jednocześnie swojego majątku. Podczas gdy w Szwajcarii ponad połowa gospodarstw domowych (57%) mieszka w prywatnych lokalach czynszowych, w Niemczech połowa (49%), a w USA 1/3, to w Polsce stanowią one zaledwie 5%²².

Wymienione motywy oszczędzania można sprowadzić do trzech podstawowych, a mianowicie do motywu: związanego z cyklem życia (wyrównywaniem konsumpcji mimo nierówności dochodów i wydatków, w tym zabezpieczenia na starość), ostrożnościowego (chęć zabezpieczenia się przed niestalością dochodów, chorobą, wypadkami, itd.) oraz spadku²³. Są one zatem związane najczęściej z chęcią

¹⁹ Browning M., Lusardi A., *Household Saving: Micro Theories and Micro Facts*, „Journal of Economic Literature” Vol. XXXIV, December 1996, s. 1797.

²⁰ http://www.investopedia.com/terms/d/down_payment.asp, dostęp: 26.07.2015.

²¹ Turek B., *Czynsze są u nas stosunkowo wysokie*, „Rzeczpospolita” 15.07.2015, s. B3.

²² Błaszczuk G., *Wynajem da młodym wolność*, „Rzeczpospolita” 15.07.2015, s. B3.

²³ Horioka C.Y., Watanabe, W., *Why do People Save? A Micro-analysis of Motives for Saving in Japan*, „Economic Journal” 107/1997.

przeciwdziałania przyszłym niekorzystnym zdarzeniom, a więc mogącemu się pojawić ryzyku lub też z wykorzystaniem pewnych aktualnych szans (motyw 3).

Wymienione pobudki ograniczania bieżącej konsumpcji na rzecz oszczędności znajdują odzwierciedlenie w konkretnych celach oszczędzania, a są nimi głównie:

- zachowanie płynności finansowej gospodarstwa domowego,
- zgromadzenie środków finansowych, dzięki którym można w przyszłości dokonać odpowiednich zakupów,
- ochrona wartości pieniądza przed inflacją i nieracjonalnymi, impulsywnymi wydatkami,
- sprzyjanie stabilności i racjonalności gospodarowania oraz jakości życia członków gospodarstwa domowego, a szczególnie zwiększenie bezpieczeństwa socjalnego oraz niezależności od innych gospodarstw i niekorzystnych zdarzeń losowych,
- podnoszenie poziomu zaspokojenia potrzeb członków gospodarstwa domowego, a często także ich potomków w wyniku transferów międzypokoleniowych.

Cele oszczędzania są przedmiotem licznych badań ankietowych, na szczególną uwagę zasługują przy tym badania przeprowadzone w ramach *Diagnozy społecznej*, gdyż są one prowadzone począwszy od 2000 roku systematycznie w cyklu dwuletnim, w oparciu o podobną metodologię, gwarantującą porównywalność, a opracowania ich wyników są dostępne online²⁴.

W ciągu trzynastu lat (2000–2013) nastąpiła istotna zmiana w postrzeganiu oszczędności, polegająca głównie na ich przeobrażaniu się ze środków gromadzonych pod presją przyszłych, podstawowych, często nieuchronnych wydatków, w nadwyżkę, która może być traktowana jako przyszły fundusz swobodnej decyzji. Co raz mniejsze znaczenie wśród celów oszczędności ma bowiem leczenie, bieżące wydatki konsumpcyjne oraz stałe opłaty (tabela 5.1.).

Najczęściej jednak oszczędności nadal są gromadzone jako rezerwa na sytuacje losowe, zabezpieczenie na starość oraz na zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych (remont domu/mieszkania lub jego zakup), a także na zakup dóbr trwałego użytku. Nabrzmiąte przed okresem transformacji potrzeby i aspiracje mieszkaniowe są co raz rzadziej artykułowane wśród celów oszczędzania – odsetek wymieniających je gospodarstw domowych obniżył się z 81% w 2000 roku do 54% w roku 2013. Co piąta złotówka oszczędności jest jednakże gromadzona na ich realizację. Co czwarte gospodarstwo domowe gromadzi oszczędności, by zabezpieczyć przyszłość dzieci (tabela 5.1.).

²⁴ Prowadzone są w ramach projektu zainicjowanego przez Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, a raporty *Diagnoza społeczna. Warunki i jakość życia Polaków*, ukazują się pod red. Janusza Czapińskiego i Tomasza Panka.

Oszczędności są gromadzone zatem najczęściej na określony cel, w myśl zasady: dzisiaj oszczędzaj, jutro wydawaj. Oszczędności jako „nadwyżka środków finansowych bez specjalnego przeznaczenia” znajdują się w zaledwie co jedenastym gospodarstwie posiadającym oszczędności.

Tabela 5.1. Cele gromadzenia oszczędności przez gospodarstwa domowe w latach 2000–2013 (odsetek gospodarstw posiadających oszczędności w %)

Cele oszczędzania	2000	2005	2009	2013	Udział w kwocie oszczędności w 2013 roku
Rezerwa na sytuacje losowe	79	71	66	71	18
Zabezpieczenie na starość	–	47	36	38	19
Bieżące wydatki konsumpcyjne	40	31	31	31	5
Leczenie	45	44	28	30	5
Wypoczynek	32	33	29	24	7
Zabezpieczenie przyszłości dzieci	29	29	25	24	9
Remont domu/mieszkania	38	34	29	26	6
Zakup dóbr trwałego użytku	32	29	27	22	5
Zakup domu/mieszkania	11	11	10	6	10
Opłaty stałe	19	19	15	10	2
Bez specjalnego przeznaczenia	9	13	12	9	4
Inne cele	20	19	18	16	6

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Czapíński, T. Panek, *Diagnoza społeczna. Warunki i jakość życia Polaków za poszczególne lata*.

5.4. Poziom i formy oszczędzania Polaków

Spółeczeństwo polskie nie należy do społeczeństw o najwyższych oszczędnościach. Wynika to zarówno z uwarunkowań historycznych, jak i aktualnego kształtowania się poziomu dochodów. W Polsce póki co nie pojawiło się w szerszej skali, jak to ma miejsce w niektórych krajach Europy Zachodniej, „pokolenie spadkobierców”, zjawisko społeczne, które oznacza de facto również kumulację oszczędności międzypokoleniowych.

Majątek prywatny w krajach najzamożniejszych osiągnął w 2010 roku poziom prawie 7-krotnego PKB we Włoszech, 6-krotnego w Japonii i we Francji, 5-krotnego we Wielkiej Brytanii i ponad 4-krotnego w Niemczech i USA. Nawet w latach wojen i kryzysów pierwszej połowy XX wieku (1910–1950), majątek ten był we Francji ponad 3-krotnie, w Wielkiej Brytanii 3-krotnie, a w Niemczech prawie 2-krotnie wyższy od PKB. Roczny strumień spadkowy wyrażony w procentach PKB wynosił 15% we Francji w 2010 roku²⁵.

Oszczędności społeczeństwa polskiego

Oszczędności Polaków to najczęściej oszczędności jednopokoleniowe, gromadzone w ściśle określonym celu konsumpcyjnym lub jako sposób wyrównywania poziomu życia w różnych fazach cyklu życia rodziny, a nie kumulacja nadwyżek dochodów o bliżej nieokreślonym przeznaczeniu. W Polsce majątek brutto gospodarstw domowych w 2014 roku przewyższał PKB zaledwie 1,8 razy, podobnie jak i w innych krajach unijnych Europy Środkowo-Wschodniej (tabela 5.2.). Majątek ten stanowił ponadto 20% tego, co posiadał przeciętny obywatel Unii, choć w roku 2000 było to tylko 13%. Udział Polaków w 2014 roku w majątku świata wynosił 0,32% (w 2000 roku 0,22%), przy udziale w ludności świata 0,53%.

Znacznie korzystniej sytuacja kształtuje się w odniesieniu do średniego PKB na osobę – w 2014 roku Polacy osiągnęli już prawie połowę średniej unijnej. W 2014 roku PKB na osobę niższy od polskiego (15 tys. dol.) osiągalni Łotysze, Litwini, Węgrzy, a nieco niższy Chorwaci, podczas gdy w 2008 roku Polacy wśród mieszkańców 27 krajów Unii Europejskiej z 12,6 tys. dol. byli bogatsi tylko od Rumunów i Bułgarów. Jest to dobry prognostyk dla dalszego wzrostu oszczędności w polskich gospodarstwach domowych. Stwarza to więc coraz korzystniejsze warunki (możliwości) przejawiania się postaw prooszczędnościowych, obok których wymienia się jeszcze umiejętność (wiedza i doświadczenie) oraz motywację²⁶.

W latach 2000–2014 majątek brutto przypadający na 1 osobę w gospodarstwie domowym wzrósł ponad 4-krotnie (z 6,8 tys. dol. w 2000 roku do 27,6 tys. dol. w roku 2014). Jeszcze szybciej wzrastały jednak w tym okresie kredyty i pożyczki gospodarstw domowych (14-krotnie). W 2000 roku 6% majątku brutto było finansowane zobowiązaniami, a w 2014 roku już 19,5%²⁷. Udział zobowiązań w majątku brutto był w 2014 roku najniższy we Włoszech (9%), Belgii (11%), Słowenii i Francji (12%), a także w Austrii i Niemczech (13%), a najwyższy na Cyprze i w Holandii (32%) oraz w Danii (29%) i Irlandii (25%).

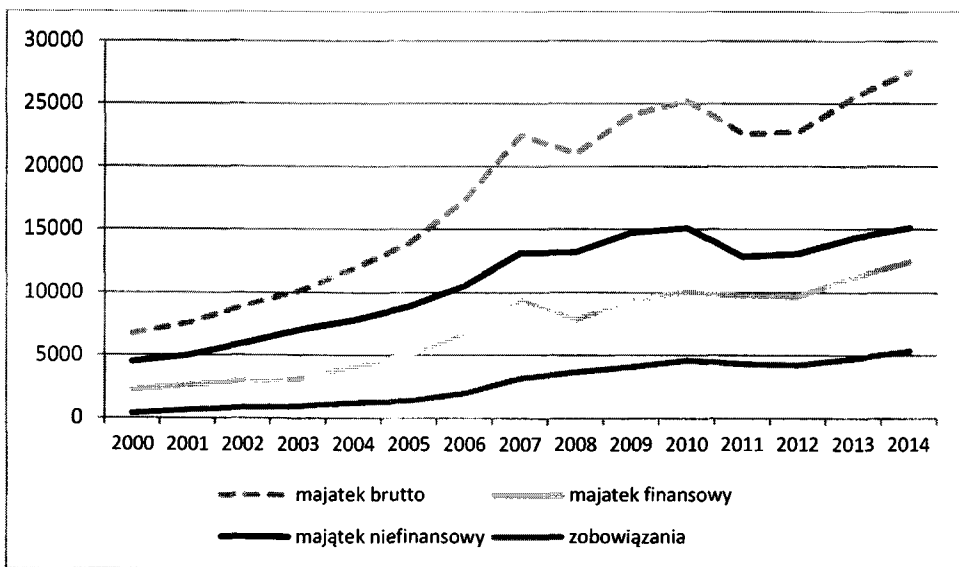
²⁵ Piketty T., *Kapitał w XXI wieku*, Wydawnictwo Krytyki Politycznej, Warszawa 2015.

²⁶ Smyczek S., *Modele zachowań konsumentów na rynku usług finansowych*, Prace Naukowe AE, Katowice 2007.

²⁷ Global Wealth, op. cit.

Szybciej niż majątek niefinansowy gospodarstw domowych (3,3 razy) wzrastał przy tym majątek finansowy (4,6 razy). Stąd udział majątku finansowego (aktywa płynne, kapitałowe oraz inne, głównie OFE) w majątku brutto wzrósł z 34% w 2000 roku do 45% w roku 2014. Najbardziej systematycznym wzrostem charakteryzowały się aktywa kapitałowe, a więc oszczędności gospodarstw domowych zainwestowane w papiery wartościowe. Sytuacja kryzysowa spowodowała spadek ich wartości w kilka lat, a szczególnie w roku 2008, kiedy wartość aktywów kapitałowych obniżyła się prawie o połowę (wykres 5.2.).

Wykres 5.2. Majątek gospodarstw domowych i jego komponenty na 1 osobę w latach 2000–2014 (dol.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników *Global Wealth...*, op. cit.

Oszczędności finansowe (aktywa, majątek finansowy) to jednak tylko część oszczędności zgromadzonych przez gospodarstwa domowe. Drugą część stanowią oszczędności niefinansowe, a głównie nieruchomości, obejmujące także własne mieszkanie lub dom. Najczęściej jednak w badaniach form oszczędzania uwzględnia się inwestowanie w nieruchomości zorientowane nie na zaspokojenie własnych potrzeb mieszkaniowych gospodarstwa, lecz w celu pozyskiwania dochodu pasywnego w wyniku wynajmowania nieruchomości²⁸, wtedy stanowi ono zaledwie 5% oszczędności²⁹.

²⁸ Świecka B. (red.), *Współczesne problemy finansów osobistych*, CeDeWu, Warszawa 2014.

²⁹ Czapiński J., Panek T., *Diagnoza społeczna...*, op. cit.

Oszczędności niefinansowe zainwestowane we wszystkich nieruchomościach stanowiły w 2014 roku ponad połowę oszczędności brutto gospodarstw domowych w Polsce (55%), podobnie jak i średnio w UE (52%), podczas gdy w USA tylko 30%. W niektórych krajach unijnych udział aktywów niefinansowych w majątku brutto stanowi ponad 60% (Finlandia 66%, Francja i Grecja 64%, Włochy 61%), a w niektórych nawet połowę mniej (Holandia 28%, Dania 39%, Łotwa 41%). W każdym z wymienionych krajów majątek niefinansowy stanowi jednak istotną formę oszczędności (tabela 5.2.).

Tabela 5.2. Poziom PKB, majątku brutto (MB), niefinansowego (MNF) oraz zobowiązań (Z) na 1 osobę w UE i w USA w 2014 roku (w tys. dol.)

Kraj	PKB	MB	MNF	Z	MNF/MB (%)	Z/MB (%)	Relacja MB/PKB
Luksemburg	108,4	333,4	170,8	71,3	51,2	21,4	3,1
Szwecja	61,7	310,7	162,6	52,5	52,3	16,9	5,0
Dania	58,6	312,5	122,5	89,3	39,2	28,6	5,3
Austria	51,0	208,6	120,7	27,6	57,9	13,2	4,1
Finlandia	50,1	188,0	124,3	35,1	66,1	18,7	3,7
Holandia	49,2	236,0	66,9	74,4	28,3	31,5	4,8
Irlandia	48,9	204,7	109,6	52,1	53,5	25,4	4,2
Belgia	46,5	261,9	121,4	28,4	46,4	10,8	5,6
Niemcy	44,5	200,4	112,9	26,9	56,3	13,4	4,5
Francja	44,4	273,6	175,5	32,8	64,1	12,0	6,2
Wielka B.	41,4	267,3	133,4	42,8	49,9	16,0	6,5
Włochy	34,3	228,7	139,3	20,9	60,9	9,1	6,7
Hiszpania	30,9	132,6	75,6	24,8	57,0	18,7	4,3
Cypr	29,0	145,8	71,0	47,2	48,7	32,4	5,0
Grecja	24,3	105,8	68,0	15,5	64,3	14,6	4,3
Słowenia	24,1	66,6	38,9	8,2	58,4	12,2	2,8
Malta	21,6	109,6	52,4	18,9	47,8	17,3	5,1
Portugalia	21,3	99,2	49,1	20,5	49,5	20,6	4,7
Czechy	20,5	44,1	23,9	6,8	54,2	15,5	2,2
Słowacja	18,6	29,2	15,6	6,5	53,4	22,2	1,6

Estonia	18,1	41,3	17,7	9,1	43,0	22,1	2,3
Polska	15,0	27,6	15,1	5,4	54,8	19,5	1,8
Chorwacja	14,9	28,2	13,7	6,5	48,4	23,2	1,9
Węgry	14,6	28,9	13,2	4,2	45,8	14,5	2,0
Litwa	14,5	22,4	11,0	4,2	49,0	18,9	1,5
Łotwa	13,3	21,6	8,8	4,7	40,8	21,9	1,6
Rumunia	9,8	15,3	8,5	3,0	55,3	19,6	1,6
Bułgaria	7,7	18,3	9,7	2,8	52,9	15,2	2,4
UE	33,5	141,5	73,3	29,4	51,8	18,7	4,2
USA	51,9	297,6	89,5	42,4	30,1	14,3	5,7
Udział Polski w UE	45%	19,5%	21%	18%			

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Credit Suisse GlobalWealth Databook...*, op. cit.

Majątek gospodarstw domowych w Polsce zwiększa się zatem systematycznie, gdyż okres transformacji pozwolił uwolnić się od historycznych uwarunkowań niesprzyjających jego gromadzeniu. Dorobek wielu pokoleń skutecznie zniweczyły rozbiory, zniszczenia I i II wojny światowej, a także budowa tzw. realnego socjalizmu w Polsce, która rozpoczęła się od likwidacji pozostałości majątku zamożnych gospodarstw po II wojnie, gdyż prawo własności prywatnej było uznane za sprzeczne z jego ideologią.

Formy oszczędności finansowych

Oszczędności gospodarstw domowych w formie aktywów finansowych (bez oszczędności w Otwartych Funduszach Emerytalnych – OFE) wzrosły w latach 2001–2013 prawie trzykrotnie (z 316 mld zł w roku 2001 do 890 mld zł w roku 2013). Dominującą pozycję stanowią depozyty, chociaż ich udział spadł z prawie 70% w 2001 roku do 62% w 2013 roku. Na drugiej pozycji znajdują się oszczędności w formie gotówki (110 mld zł w 2013 roku). Zajmuje ona trwałą pozycję wśród form gromadzenia oszczędności, utrwaloną szczególnie w okresie kryzysu, kiedy to jej udział wzrósł do 15,1%. Co dziesiąta złotówka oszczędności inwestowana była w 2013 roku w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (90 mld zł), a nieco tylko mniej w ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe (UFK) i składki oszczędnościowe związane z ubezpieczeniami na życie (80 mld zł). W akcjach na giełdzie zainwestowanych było 45 mld zł, a w papierach wartościowych skarbowych

i nieskarbowych tylko 10,6 mld zł. Papiery wartościowe były przy tym jedyną formą inwestowania, w przypadku której na przestrzeni omawianego okresu obniżył się nie tylko udział w oszczędnościach (z 5,1% w 2001 roku do 1,2% w 2013 roku), ale także spadła ulokowana w nich kwota.

W omawianym okresie nastąpiła zatem istotna zmiana w formach oszczędzania gospodarstw domowych, polegająca na odchodzeniu od tradycyjnych form oszczędzania (poza gotówką), a inwestowaniu w produkty bardziej ryzykowne (fundusze inwestycyjne, UFK, akcje, obligacje nieskarbowe), których udział wzrósł z 13% w 2000 roku do 40% w 2007 roku. W 2008 roku nastąpił odwrót od inwestowania w produkty ryzykowne – ich udział w aktywach finansowych spadł do 26% w 2008 roku, a w 2011 już do 22,5%. Był to efekt zarówno spadku wartości środków zgromadzonych w tych produktach, jak i wycofywania ich i lokowania w depozytach oraz tezauryzowania gotówki. Takie reakcje inwestorów określa się jako efekt „ukąszenia węża” – po doznaniu porażki finansowej inwestorzy przez kilka lat są mniej skłonni, by podejmować ryzyko³⁰. Od roku 2012 można zaobserwować ponowne, bardzo powolne odchodzenie od tradycyjnych form lokowania oszczędności, czemu sprzyja z pewnością niskie oprocentowanie lokat bankowych.

Należy przy tym podkreślić, iż ten w krótkim okresie przyswajany model inwestowania oszczędności w Polsce był nawet bardziej ryzykowny, niż model inwestora amerykańskiego lub strefy euro³¹ w tym samym czasie. W strukturze aktywów finansowych (obejmujących także oszczędności w OFE) udział w funduszach inwestycyjnych w polskich gospodarstwach domowych wynosił w 2006 roku 15%, a w UFK i OFE 26,8%, podczas gdy w strefie euro odpowiednio 11% i 29%, oraz 13% i 37% w USA³². Zdecydowanie niższe zaangażowanie polskich gospodarstw można było zaobserwować w inwestycje w papiery wartościowe (9% wobec 26% w USA oraz 27% w strefie euro). Model inwestora polskiego jest w większym stopniu wyrazem preferencji dystrybutorów instrumentów finansowych niż preferencji świadomych inwestorów.

Gwałtowna dynamika wzrostu oszczędności polskich gospodarstw domowych stwarza konieczność przyswojenia, w przyspieszonym tempie, zasad funkcjonowania instytucji finansowych, właściwości oferowanych produktów finansowych o zróżnicowanym ryzyku utraty nie tylko zwrotów z zaoszczędzonych środków, ale również utraty samych oszczędności, co wymaga gruntownej edukacji inwestorów. Odmiennego podejścia wymaga również coraz powszechniejsze korzystanie z kredytów jako sposobu powiększania majątku gospodarstwa domowego, co wymaga nie tylko kompetencji w zakresie wyboru najlepszej oferty kredytowej,

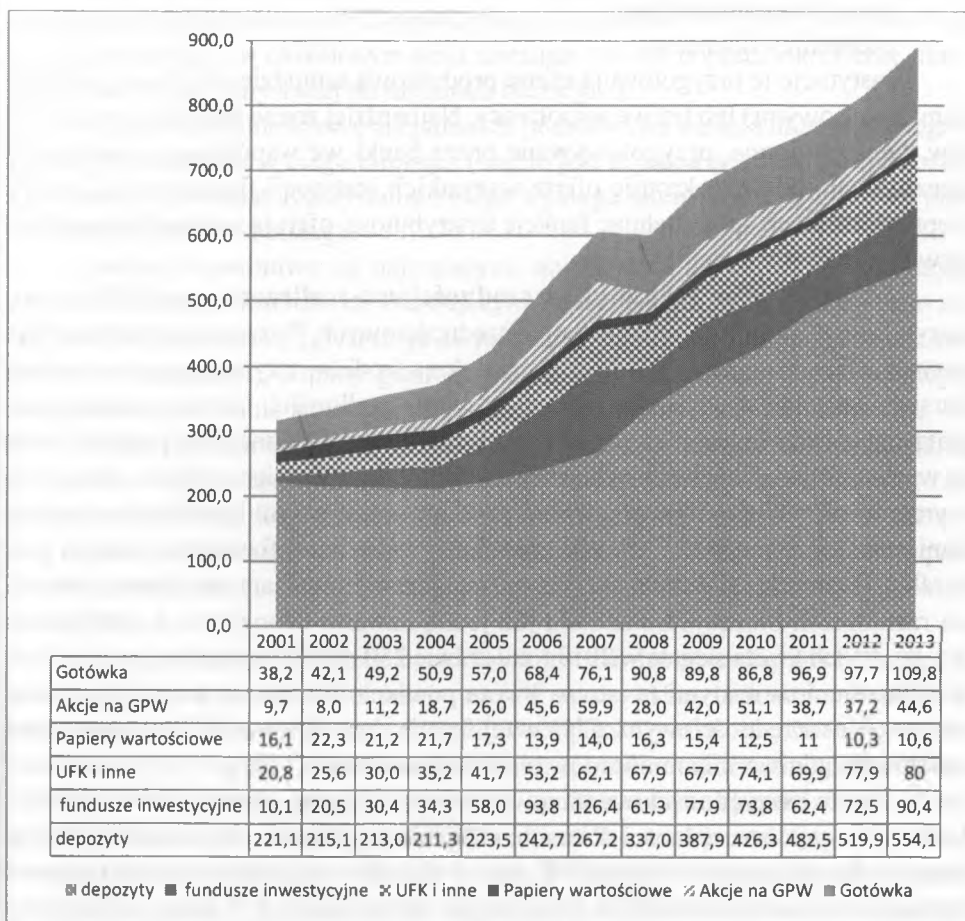
³⁰ Zielonka P., *Finanse behawioralne*, [w:] Tyszka T., *Psychologia ekonomiczna...*, op. cit.

³¹ Reprezentowanego przez 7 krajów: Belgię, Francję, Hiszpanię, Holandię, Luksemburg, Niemcy i Włochy.

³² *Rozwój systemu finansowego...*, op. cit., s. 24.

ale w jeszcze większym stopniu przygotowania długookresowej kalkulacji opłacalności kredytu oraz prognozy zdolności kredytowej. Z punktu widzenia zarządzania finansami osobistymi istotne bowiem jest nie tyle powiększanie za wszelką cenę majątku gospodarstwa domowego, co bezpieczne i satysfakcjonujące zaspokajanie potrzeb jego członków na każdym etapie cyklu życia. Kredyt stanowi drogi i pełen ryzyka sposób powiększania majątku gospodarstwa domowego.

Wykres 5.3. Aktywa finansowe gospodarstw domowych w latach 2001–2013
(w mld zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce...*, op. cit.

5.5. Produkty oszczędnościowe tradycyjne i alternatywne

Oszczędzanie (poza gotówką przechowywaną w domu) związane jest z korzystaniem z usług różnych instytucji finansowych, takich jak:

- instytucje kredytowe (banki, SKOK-i, oddziały instytucji kredytowych),
- fundusze inwestycyjne,
- zakłady ubezpieczeniowe,
- fundusze emerytalne,
- domy/biura maklerskie,
- pośrednicy finansowi.

Instytucje te przygotowują ofertę produktową samodzielnie (poza pośrednikami finansowymi) lub też we współpracy. Najbardziej znane produkty wspólne to tzw. *bancassurance*, przygotowywane przez banki we współpracy z zakładami ubezpieczeń. Niejednokrotnie oferta wszystkich instytucji finansowych jest dostępna w bankach, które pełniąc funkcję dystrybutora, oferują swoim klientom zindywidualizowany dostęp do nich.

Gotówka oraz rachunki oszczędnościowo-rozliczeniowe (ROR) nie są oczywiście zaliczane do produktów oszczędnościowych. Patrząc na wolumen (28% aktywów finansowych w 2013 roku) oraz okres środków trzymanych przez gospodarstwa domowe w tej formie, należy wyraźnie podkreślić, iż rzeczywiście przestają one pełnić funkcję płynnościową. Prawidłowość ta znajduje potwierdzenie w wynikach badań obejmujących skojarzenia z oszczędzaniem, gdyż w 2012 roku wyraźniej niż w roku 2006 pojawiło się wskazywanie w tym kontekście na odkładanie pieniędzy na ROR³³. Środki przechowywane w tej formie nie pracują (nie zarabiają), świadcząc o mało aktywnym zarządzaniu finansami osobistymi. Środki na rachunkach bieżących stanowią już jedną czwartą depozytów, a więc razem z gotówką ich kwota sięgała w 2013 roku prawie 250 mld zł. W aktywnym zarządzaniu finansami osobistymi ta istotna kwota powinna być niezwłocznie ulokowana na koncie oszczędnościowym, gdyż w tej formie może dostarczyć gospodarstwu rocznie dodatkowo kilku miliardów złotych dochodów.

Konto oszczędnościowe stanowi bowiem korzystny sposób lokowania krótkoterminowych oszczędności dla osób, którym zależy na bezpieczeństwie i stałym dostępie do pieniędzy (płynności). Konta te charakteryzują się wyższym oprocentowaniem w porównaniu z ROR (ale niższym niż na lokacie). Ponadto utrzymywanie środków na tym koncie umożliwia wypłaty środków w dowolnym momencie bez utraty naliczonych już odsetek. Konto oszczędnościowe stanowi zatem dobre

³³ Białowas S., *Zachowania oszczędnościowe w polskich gospodarstwach domowych. Postawy, determinanty, modele*, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2013, s. 35–37.

rozwiązanie dla osób, którym zależy na regularnym odkładaniu pieniędzy w bezpieczny sposób, z nieograniczonym dostępem do zgromadzonego już kapitału.

Konto oszczędnościowe po raz pierwszy do swojej ofert wprowadził ING Bank Śląski w 2004 roku, jako konto OKO. Na koniec 2013 roku ponad co czwarta złotówka zdeponowana w bankach była na kontach oszczędnościowych, a w ING Banku Śląskim już dwie trzecie oszczędności. W Niemczech dla przykładu 75% depozytów bankowych znajduje się na kontach oszczędnościowych, a tylko 25% na lokatach terminowych. Tam również dobrym zwyczajem banków jest otwieranie jednocześnie rachunku bieżącego wraz z kontem oszczędnościowym oraz przyjmowanie dyspozycji co do przekazywania wolnych środków z ROR na konto oszczędnościowe (np. w określonym dniu miesiąca lub też poprzez określenie minimalnej kwoty utrzymywanej na rachunku bieżącym).

Konto oszczędnościowe ma jednakże podstawową wadę, a mianowicie ograniczony limit wypłat w ciągu miesiąca (często jest to jedna wypłata) bez ponoszenia dodatkowych opłat. Korzystanie z niego wymaga zatem pewnej dyscypliny prowadzenia budżetu osobistego.

Lokaty terminowe są najstarszym, najprostszym i najbezpieczniejszym produktem oszczędnościowym, znajdującym się w ofercie każdego banku. Jego zaletą jest bezpieczeństwo (gwarancja zwrotu zainwestowanego kapitału wraz z naliczonymi odsetkami), poparte gwarancją Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, a także oprocentowanie znane przy podpisywaniu umowy (stałe lub zmienne).

Lokaty terminowe mogą być zawierane w różnych walutach (banki różnią się jednak ofertą w tym zakresie) i na różne okresy. Najczęściej dzieli się je na lokaty krótko-, bądź długoterminowe. Standardowe depozyty zakładane są zazwyczaj na okres od miesiąca do roku, ale można je zakładać właściwie na każdą preferowaną przez deponenta liczbę dni, poczynawszy od lokat jednodniowych (lokaty overnight).

Paleta oferowanych przez banki lokat jest bardzo szeroka, gdyż różnią się one nie tylko wspomnianym okresem, na jaki są zawierane oraz walutą, ale także sposobem określania wysokości oprocentowania (lokaty o oprocentowaniu stałym lub zmiennym; progresywne lub degresywne); sposobem naliczania oprocentowania (z dołu lub z góry); okresem naliczania oprocentowania (kapitalizacji); formą wypłaty naliczonych odsetek (np. lokaty rentierskie), a także rodzajem i wysokością sankcji za wcześniejsze zerwanie lokaty. Większość z wymienionych parametrów lokaty może być przedmiotem negocjacji z bankiem. W trakcie negocjacji można uzyskać korzystniejsze warunki, co jest bardzo ważnym elementem podpisywanej umowy o założeniu lokaty, gdyż niejednokrotnie przesądza o jej rentowności, jak chociażby okres kapitalizacji (rozdz. 12).

Lokaty terminowe są nadal najbardziej popularną formą oszczędności gospodarstw domowych: W latach 2000–2013 obniżył się jednak odsetek gospodarstw

gromadzących oszczędności na lokacie w banku w złotych (z 78% do 67%) oraz w walutach obcych (z 11% do 4%)³⁴. W bankach i spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych Polacy trzymali w 2013 roku w sumie blisko 264 mld zł na lokatach terminowych, co stanowiło prawie 30% aktywów finansowych (wykres 5.2.).

Na bazie lokat powstało wiele tzw. instrumentów hybrydowych, będących połączeniem produktów różnych instytucji finansowych, jak lokaty z funduszem (lokaty inwestycyjne), lokaty strukturyzowane, lokaty z polisą itd. Są to najczęściej lokaty, których nazwa jest podwójnie myląca. Po pierwsze, dlatego iż inicjatorami ich konstrukcji są zazwyczaj banki i one też są głównymi dystrybutorami, co niejednokrotnie wprowadza w błąd klientów banków, uważających, że zakładają tradycyjną lokatę bankową. Po drugie, w lokaty te wbudowane jest ryzyko, nie są one objęte systemem gwarantowania depozytów bankowych.

Lokata z funduszem inwestycyjnym polega co prawda na zachowaniu statusu lokaty bankowej, ale tylko w części inwestowanych środków (najczęściej 1/4, rzadziej 1/2), a druga część jest inwestowana w fundusze inwestycyjne. Zachętą dla potencjalnych inwestorów jest możliwość otrzymania wyższego oprocentowania dla części ulokowanej jako depozyt (czasami tylko na kwartał). Pozostała część inwestowana jest w funduszach inwestycyjnych i obciążona wszystkimi opłatami i ryzykiem wbudowanym w określone fundusze.

Lokaty/depozyty strukturyzowane stanowią również niezwykle zróżnicowaną kategorię usług finansowych, także pod względem formy prawnej. Lokaty strukturyzowane składają się z co najmniej dwóch instrumentów finansowych:

- oszczędnościowego, bezpiecznego (od 70% do 95%), np. lokaty bankowej lub obligacji zerokuponowej, która powinna łącznie z wypracowanymi odsetkami zagwarantować zwrot kapitału (lub co najmniej jego część) oraz
- inwestycyjnego, o wyższym przewidywanym zysku, ale też większym ryzyku (tzw. instrumentu bazowego, którym mogą być akcje, indeksy waluty, instrumenty pochodne). W 2013 roku drugi człon „struktury” inwestowany był głównie w waluty (45%), indeksy (28%), akcje (18%), a następnie w surowce /2%/, instrumenty pochodne, stopy procentowe, wyniki wydarzeń sportowych. Były to produkty ze średnim horyzontem inwestycyjnym zawierane zazwyczaj na okres do 1 roku (38% w 2013), od 1–2 lat (35%), od 2–3 lat (13%), powyżej 3 lat (13%). Lokatę strukturyzowaną można zatem określić jako „zakład” o wzrost/spadek wartości instrumentów w ciągu trwania inwestycji. Ze środków deponowanych w lokacie strukturyzowanej bank często pobiera prowizję (marżę).

Inwestujący w lokaty strukturyzowane powinien zwracać szczególną uwagę na takie cechy, jak: poziom ochrony kapitału, a więc zainwestowanych środków

³⁴ Czapiński J., Panek T., *Diagnoza społeczna...*, op. cit.

(przed kryzysem finansowym często nie było gwarancji wypłaty kapitału, a aktualnie na rynku polskim dominują lokaty strukturyzowane ze 100% lub wyższą ochroną kapitału); współczynnik partycypacji (udział w zysku, wynikający ze zmiany ceny aktywów bazowych); opłaty (wstępne, a także przy wcześniejszej rezygnacji z produktu), jak również czas trwania lokaty.

Produkty strukturyzowane pojawiły się na rynku polskim w roku 2006, kiedy było ich około 60, w 2007 roku liczba ta wzrosła do 100, w 2008 roku do 270–280, a w 2013 wynosiła już ok. 700. Przy podejmowaniu decyzji o skorzystaniu z tej oferty deponent ponosi ryzyko utraty oprocentowania, a często także ryzyko utraty gwarancji części kapitału w zamian za potencjalną możliwość otrzymania wyższego zwrotu z zainwestowanych oszczędności.

Średnio lokaty strukturyzowane (400) przyniosły w 2013 roku 2,5% zysku, podczas gdy lokaty bankowe 4,8%, 40% nie przyniosło zysków, a 20 najlepszych – 11% w skali roku.

Lokaty z polisą (polisy oszczędnościowe, polisolokaty) – których konstrukcja jest relatywnie prosta, przypominająca odnawialną lokatę terminową o stałym oprocentowaniu z możliwością otrzymania świadczenia ubezpieczeniowego (kapitał z odsetkami), nie tylko przez inwestora w terminie zapadalności, ale także przez osobę uprawnioną w przypadku zgonu inwestora w okresie trwania ubezpieczenia – były atrakcyjne w okresie, gdy były zwolnione z podatku od dochodów kapitałowych.

Emitentem **ubezpieczeń na życie i dożycie** jest zakład ubezpieczeń, a dystrybutorem – najczęściej bank lub inna instytucja współpracująca z emitentem. Współpraca pomiędzy instytucjami zaangażowanymi w emisję i dystrybucję produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczenia może mieć niekiedy bardzo ścisły charakter.

Umowa może mieć postać ubezpieczenia indywidualnego (którego stronami są zakład ubezpieczeń i klient) lub ubezpieczenia grupowego – w tym przypadku klient przystępuje do umowy zawartej pomiędzy dystrybutorem (który jest w tym wypadku ubezpieczającym) i „emitentem” (zakładem ubezpieczeń). Cechą charakterystyczną produktów strukturyzowanych w tej formie jest obecność elementu ochronnego wynikającego z objęcia klienta ubezpieczeniem na życie. Wypłata z tytułu śmierci jest zwykle określona jako równa sumie kwoty zainwestowanej (składce) i kwoty dodatkowej – zwykle od 0,5% do 7% składki. Osiągnięty dochód (wypłacony po zakończeniu okresu ubezpieczenia lub wcześniej, z tytułu śmierci) jest zwolniony z podatku dochodowego od osób fizycznych.

Można się również spotkać z potocznym włączaniem do grupy „polisolokat” Ubezpieczeniowego Funduszu Kapitałowego (UFK), programu oszczędnościowo-ochronnego. Konstrukcja tego produktu jest jednakże znacznie bardziej skomplikowana, a jej główne cechy to:

- zobowiązanie klienta do wnoszenia systematycznych wpłat (opłacania składki) przez określony czas (5, 10, 15 lat),
- możliwość wnoszenia dodatkowych wpłat,
- objęcie ochroną ubezpieczeniową (typ i zakres ubezpieczenia zróżnicowany),
- inwestowanie wpłacanych środków w portfel funduszy ubezpieczeniowych,
- możliwość wyboru typu strategii inwestowania i jej zmiany,
- wysokie obwarowania dotyczące dostępu do wpłaconych środków oraz wysokie koszty związane z wcześniejszą rezygnacją z produktu (rozdz. 11).

Emitentem UFK jest zakład ubezpieczeń, a dystrybutorami współpracujące instytucje finansowe. Podobnie jak w przypadku produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczeń na życie i dożycie, klienci również są objęci ubezpieczeniem. Cechą wyróżniającą ten produkt ubezpieczeniowy jest mechanizm, który uzależnia wysokość świadczenia od wyników osiągniętych przez wyodrębniony fundusz kapitałowy, którego środki są lokowane w oznaczonym funduszu inwestycyjnym. Dlatego z punktu widzenia inwestora zasady funkcjonowania produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczenia na życie z UFK są zbliżone do inwestycji w funduszu inwestycyjnym, jednakże obciążone wyższymi opłatami.

Niejednokrotnie można się spotkać z terminem „produkty strukturyzowane”, które obejmują wszystkie produkty o charakterze międzysektorowym. Zalicza się do nich wtedy lokaty strukturyzowane, certyfikaty depozytowe, obligacje strukturyzowane, bankowe papiery wartościowe, polisy na życie i dożycie oraz UFK. Spośród produktów strukturyzowanych wprowadzonych na krajowy rynek do końca I półrocza 2010 r. największy udział miały produkty w formie ubezpieczenia na życie i dożycie (49%) oraz rachunki bankowe (30%)³⁵.

Relatywnie małym zainteresowaniem ciesząc się aktualnie inwestycje w **obligacje**, kiedy to inwestor udziela bezpośrednio pożyczki państwu bądź firmie na określony procent. Można bowiem, w zależności od emitenta obligacji, wyodrębnić obligacje skarbowe (emitowane przez skarb państwa), komunalne (emitowane przez gminy) oraz korporacyjne (emitowane przez przedsiębiorstwa, banki, itp.). Obligacje do wystąpienia kryzysu uważane były za jedno z najbezpieczniejszych produktów oszczędnościowych, gdyż dopiero wtedy pojawiło się zagrożenie bankructwem państwa, gminy. Wcześniej ryzyko takie związane było tylko z obligacjami korporacyjnymi.

Obligacje **skarbowe** (papiery wartościowe) – emitent zobowiązuje się wypłacić nabywcy określone odsetki oraz zwrócić całą pożyczoną kwotę w określonym terminie. W stałej ofercie Ministerstwa Finansów są papiery dwuletnie o stałym oprocentowaniu (DOS, z kapitalizacją odsetek co roku, trzyletnie o zmiennym oprocentowaniu zależnym od rynkowej stawki WIBOR 6M (TOZ), czteroletnie

³⁵ Mokrogulski M., Sepielak P., *Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000–2010*, Materiały i opracowania Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego Grudzień 2010.

o oprocentowaniu zmiennym zależnym od wskaźnika inflacji (COI – wskaźnik inflacji powiększony o marżę w wysokości 1,25 p.p.) oraz dziesięcioletnie, również o zmiennym oprocentowaniu uzależnionym od inflacji (EDO – wskaźnik inflacji powiększony o marżę w wysokości 1,5 p.p.). W listopadzie 2013 roku ministerstwo wprowadziło nowość, obligacje 13-miesięczne. Są to papiery o oprocentowaniu progresywnym: w pierwszych pięciu miesiącach stopa procentowa wynosiła 1%, w kolejnych siedmiu 3%, a w ostatnim, 13. miesiącu – 13%. Średnia rentowność w skali roku wynosiła 3,04%.

W przypadku obligacji, z wyjątkiem tych o stałym oprocentowaniu, nie można dokładnie przewidzieć przyszłych zysków, jak w przypadku lokat, ale na pewno precyzyjniej niż w odniesieniu do pieniężnych funduszy inwestycyjnych. Czas wyjścia z inwestycji jest niewiele dłuższy niż w przypadku funduszy inwestycyjnych – niemal w każdym momencie można skorzystać z opcji przedterminowego wykupu. Koszt operacji dla obligacji DOS i COI, to 1 zł, a dla EDO – 2 zł od każdej obligacji. Przy wartości nominalnej obligacji na poziomie 100 zł daje to więc prowizję rzędu 1–2%. Wykup następuje w terminie pięciu dni od złożenia dyspozycji. Jedynym ograniczeniem w przypadku obligacji detalicznych jest fakt, że żądanie przedterminowego wykupu można złożyć nie wcześniej niż po upływie miesiąca od daty nabycia obligacji i nie później niż na jeden miesiąc przed dniem ich wykupu.

Obligacje **korporacyjne**, charakteryzują się zazwyczaj oprocentowaniem wyższym niż lokaty. Wiąże się jednak z ryzykiem. Jeśli bowiem firma emitująca obligacje upadnie, to można nie odzyskać zainwestowanego kapitału. Z inwestycji w obligacje korporacyjne można wycofać środki, trzymając obligacje do dnia wykupu lub sprzedając je na giełdzie (Catalyst), co może być źródłem dodatkowego zysku lub straty.

Definicja i rodzaje funduszy inwestycyjnych – opłaty

Fundusz inwestycyjny, zgodnie z definicją zawartą w ustawie, jest osobą prawną, której wyłącznym przedmiotem działalności jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze publicznego (lub niepublicznego) proponowania nabycia jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, w określone papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe³⁶. Stąd wśród funduszy inwestycyjnych wyodrębnia się fundusze otwarte (fio), zamknięte (fiz) oraz specjalistyczne (sfio). Fundusze inwestycyjne zobligowane są do przestrzegania zasad ograniczania ryzyka, a więc prowadzenia swojej działalności ze szczególnym uwzględnieniem interesu uczestników, gdyż to ci ostatni ponoszą

³⁶ Art. 3 ust. 1 ustawy z dnia 27 maja 2004 o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. Nr 146, poz. 1546 ze zm..

ryzyko inwestowania w papiery przynoszące straty. Fundusze inwestycyjne podlegają nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Otwarte fundusze inwestycyjne (*open ended funds*), kierowane są do co najmniej 150 osób lub do nieokreślonego adresata. W USA określane są jako fundusze wzajemnego inwestowania (*mutual funds*), w Wielkiej Brytanii – jako fundusze powiernicze (*unit trust*), a w UE – jako podmioty działające zgodnie z dyrektywami UCITS (Undertaking for Collective Investments in Transferables Securities – Instytucje Zbiorowego Inwestowania w Zbywalne Papiery Wartościowe).

Istotą funduszu otwartego jest pełna i ciągła otwartość na wpłaty i wypłaty inwestorów. Środki inwestorów fundusz powinien inwestować w wysoce zdywersyfikowane i raczej tradycyjne klasy aktywów (akcje i papiery dłużne), z wyłączeniem dźwigni finansowej i instrumentów pochodnych. Informacje o wycenie jednostek uczestnictwa powinny być częste, regularne, rzetelne i publiczne.

Zamknięte fundusze inwestycyjne (*closed-end fund*) są podmiotem zbiorowego inwestowania, który sporadycznie, w ramach subskrypcji, emituje ściśle określoną liczbę papierów wartościowych (np. certyfikatów inwestycyjnych). Nie oferuje i nie odkupuje natomiast wyemitowanych papierów w trybie ciągłym, tylko w dłuższych okresach lub też odkupuje je dopiero po likwidacji funduszu.

Typy funduszy inwestycyjnych, wyodrębnione w zależności od struktury nabywanych papierów wartościowych:

- pieniężne – składają się z krótkoterminowych papierów skarbowych,
- skarbowe (obligacji) – długoterminowe papiery dłużne skarbu państwa i dużych firm,
- stabilnego wzrostu – ok. 1/3 środków ulokowana jest w papierach spółek, a 2/3 w bezpiecznych krótkoterminowych papierach skarbowych i obligacjach,
- mieszane (zrównoważone) – 2/3 środków ulokowanych w akcjach, a reszta w krótkoterminowych papierach skarbowych i obligacjach,
- akcji – 100% środków ulokowanych jest w akcjach,
- aktywnej alokacji – struktura funduszu dopasowana jest do aktualnej sytuacji na rynku,
- inne (np. gwarantowane, absolutnego zwrotu, obligacji zamiennych).

Ponadto wyodrębnia się tzw. alternatywne fundusze inwestycyjne (specjalistyczne), jak np.: fundusze hedgingowe, fundusze private equity i venture capital, a także fundusze nieruchomości, majątkowe, sekurytyzacyjne, państwowe fundusze majątkowe, fundusze giełdowe (ETF).

Na uwagę zasługują przy tym tzw. fundusze giełdowe, indeksowe (ETF – *Exchange-Traded Fund*), które pojawiły się na początku lat 90. XX wieku (na rynku polskim są dostępne dopiero od 2010 roku). Stanowią one replikę określonego indeksu rynkowego z notowaniem tytułów uczestnictwa na giełdzie papierów

wartościowych na analogicznych zasadach co akcje (pierwszy ETF na rynku polskim odwzorowuje indeks WIG20). Fundusze te są zarządzane pasywnie (komputerowo) – raz zbudowany portfel tylko w wyjątkowych sytuacjach jest modyfikowany, gdyż odzwierciedla maksymalnie wiernie (prawie w 100%) cenę określonego aktywa bazowego, najczęściej indeksu giełdowego. Zgodnie z nowoczesną teorią portfelową, to właśnie rynek jako całość (portfel rynkowy) jest super efektywnym portfelem dominującym nad innymi. Tytuł uczestnictwa ETF-a stanowi ułamek (np. 1/10) indeksu lub innego aktywa bazowego, co czyni go transparentnym – łatwo obliczyć zyski/straty z zainwestowanych środków. Inwestowanie w ETF-y wymaga założenia konta maklerskiego, podobnie jak przy inwestowaniu w akcje. Dodatkową zaletą inwestowania w ETF-y są znacznie niższe poziomy opłat niż w funduszach zarządzanych aktywnie (ok. 0,15%). Biura maklerskie w Polsce niechętnie jednakże uwzględniają w swojej ofercie ETF-y, głównie z powodu niskich prowizji. W świecie łączna wartość aktywów ulokowanych w ETF-ach wynosi ponad 2 bln dol., z czego 70% przypada na rynek amerykański.

Istotną wadą inwestowania w fundusze inwestycyjne są wysokie koszty obsługi, na które składają się **opłaty**:

- manipulacyjne (dystrybucyjne, transakcyjne, *up-front fee*) płacone są przez inwestora w momencie wejścia do funduszu, zmniejszając kwotę inwestowaną w jednostki uczestnictwa – wynoszą od 0% do 5% w zależności od wartości transakcji i rodzaju funduszy; trafiają najczęściej w całości do dystrybutora (banku, ubezpieczyciela);
- za zarządzanie (*management fee*) – od 1,5% do 4% (najwyższe dla funduszy akcyjnych), z czego dystrybutor otrzymuje co najmniej połowę (czasami nawet 75%); opłata wliczana jest w codzienną wycenę jednostki uczestnictwa jako odsetek od wartości zarządzanych aktywów;
- manipulacyjne, przy wyjściu z funduszu (*exit-fee*) lub konwersji jednostek między funduszami.

Opłaty te są w Polsce relatywnie wysokie, gdyż dla przykładu w Europie średnie opłaty ogółem dla funduszy akcyjnych wynoszą 1,75%, a funduszy obligacji 1,17, podczas gdy w USA odpowiednio 0,95% oraz 0,72%.

Lokowanie oszczędności w jednostkach uczestnictwa funduszy inwestycyjnych przeżywa gwałtowne wzrosty oraz spadki popularności w zależności od uzyskiwanych zysków. Główną cechą tej formy oszczędzania jest przede wszystkim wysokie ryzyko, a więc możliwość osiągnięcia bardzo wysokich zwrotów z zainwestowanych środków, jednakże przy braku gwarancji na zainwestowane środki, a więc przy jednoczesnej możliwości wysokich strat. Na koniec 2007 roku w funduszach inwestycyjnych zgromadzono prawie 135 mld złotych oszczędności, z których z końcem 2008 roku pozostało 75 mld zł. Na koniec 2009 roku wzrosły one

do 95 mld zł, a w połowie 2010 roku wartość funduszy przekroczyła ponownie 100 mld zł. 88% respondentów nigdy ich nie posiadało. W 2013 roku do wyboru było 530 funduszy.

Lokując oszczędności w funduszach inwestycyjnych, należy brać pod uwagę również fakt, iż nie ma możliwości dokładnego określenia zysku na koniec inwestycji, tak jak w przypadku depozytu bankowego. Wyniki funduszy są mocno zróżnicowane. Przykładowo, średni zysk funduszy pieniężnych w 2012 roku wyniósł 3,9%, przy czym najlepszy fundusz zarobił 8,7%, a najslabszy 2,3%. Średnie oprocentowanie rocznych depozytów w ofercie banków wynosiło w tym czasie ok. 5,2%.

W Polsce notowania jednostek pierwszego funduszu inwestycyjnego – Pionieera, Pierwszego Polskiego Funduszu Powierniczego, dziś określanego jako Pionieer Zrównoważony, należącego do nadal największego w Polsce TFI, Pionieer Pekao TFI – rozpoczęły się w lipcu 1992 roku.

Akcje

Najbardziej popularnym instrumentem są akcje spółek publicznych notowanych na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (od 1991 roku), która jest platformą handlu między sprzedawcami a nabywcami papierów wartościowych i instrumentów pochodnych. Rolą giełdy jest organizowanie obrotu, przy czym obrót regulowany odbywa się na rynku głównym, a obrót alternatywny na rynku New-Connect, na którym od 2007 roku są notowane małe i innowacyjne spółki w fazie początkowej (start-up). Dodatkowo giełda prowadzi rynek obligacji komunalnych i korporacyjnych pod nazwą Catalyst (od 2009 roku, powstał przy udziale Bond-Spot).

Pośrednictwem w handlu akcjami zajmują się domy i biura maklerskie (brokerzy) – wspierają inwestorów przez organizowanie szkoleń, wydawanie raportów analitycznych i rekomendacji oraz oferują bezpośredni kontakt z maklerem, który w ramach swoich uprawnień wspomaga inwestora w decyzjach inwestycyjnych. Osoba fizyczna nie może uczestniczyć w regulowanym obrocie giełdowym bez ich pośrednictwa – musi otworzyć rachunek inwestycyjny oraz składać zlecenia za pośrednictwem biur/domów maklerskich. W handlu akcjami może uczestniczyć każdy pełnoletni obywatel posiadający rachunek maklerski i środki na nim. Kupując akcje spółki, inwestor staje się jej akcjonariuszem i uzyskuje prawo do współdecydowania o jej losie w czasie walnych zgromadzeń akcjonariuszy.

Akcjonariusz osiąga zyski ze wzrostu wartości akcji, który jest odzwierciedlany przez kurs giełdowy, oraz z dywidendy, wypłacanej maksymalnie raz w roku przez spółkę z wypracowanego zysku. Od każdej transakcji pobierana jest prowizja, która wynosi średnio 0,39% wartości kupionych lub sprzedanych akcji (usługi internetowe są tańsze).

Bezpośrednie inwestowanie na giełdzie wymaga specjalistycznej wiedzy i czasu niezbędnego do śledzenia wydarzeń rynkowych, prowadzenia analizy technicznej oraz fundamentalnej.

Oszczędzanie na emeryturę w trzecim filarze systemu emerytalnego

Polski system emerytalny składa się z trzech filarów. Dwa pierwsze, czyli ZUS i OFE, są obowiązkowe, z możliwością wyboru (dla wszystkich od 2014 roku) w II filarze pomiędzy ZUS a OFE (rozdz. 8). Trzeci, w skład którego wchodzi Indywidualne Konta Emerytalne (IKE), Indywidualne Konta Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE) oraz Pracownicze Programy Emerytalne (PPE) jest dobrowolny i stwarza dodatkową możliwość zwiększenia dochodów po przejściu na emeryturę. Bank Światowy prognozuje, iż stopa zastąpienia (pokazuje, ile procent ostatniego wynagrodzenia otrzymuje emeryt tuż po przejściu na emeryturę) wynosi w Polsce około 50%, a dla dzisiejszych 30 – 40 latków wyniesie około 33% . W praktyce oznacza to, iż jeżeli nic się nie zmieni, to otrzymają oni około 1000 zł (porównując do aktualnego średniego wynagrodzenia i kosztów życia)³⁷.

Osoby powyżej 65 roku życia w Polsce, najrzadziej na tle innych krajów korzystają z oszczędności³⁸. Potwierdzają to również wyniki badań przeprowadzonych w 2012 roku wśród emerytów, z których tylko 5% podaje, iż korzysta z oszczędności, 2% z dodatkowej polisy w ramach III filara, a po 1% z dochodów z inwestycji, lokat oraz z wynajmu lokalu/domu³⁹. Tym bardziej aktualna jest konieczność aktywizowania postaw prooszczędnościowych w młodszych pokoleniach. W tym celu przygotowano ofertę dla przyszłych emerytów, w której uwzględnia się ulgi podatkowe.

Najdłużej, gdyż już od 1999 roku dostępne są **pracownicze programy emerytalne (PPE)**, które są inicjowaną przez pracodawcę formą inwestowania zbiorowego. Prawo do uczestnictwa w programie przysługuje pracownikowi, który jest zatrudniony u danego pracodawcy min. 3 miesiące i nie ukończył 70 lat. W dniu złożenia wniosku o zarejestrowanie programu prawo do uczestnictwa w programie musi przysługiwać co najmniej połowie pracowników zatrudnionych (jeżeli praco-

³⁷ Poland Saving for Growth and Prosperous Aging. Report of the World Bank (No 88624-PL), June 2014.

³⁸ Biedrzycki P., *Bank Światowy ostrzega – Polacy zestarzeją się zanim staną się bogaci*, <https://strefainwestorow.pl/artykuly/bank-swiatowy-ostrzega-polacy-zestarzeja-sie-zanim-stana-sie-bogaci>, dostęp: 3.08.2015.

³⁹ Omyła-Rudzka M., *Sposoby spędzania czasu na emeryturze*, Raport CBOS, Warszawa, sierpień 2012.

dawca zatrudnia więcej niż pięciuset pracowników, to co najmniej jednej trzeciej pracowników) u pracodawcy, który tworzy program⁴⁰.

Oszczędności w PPE składają się ze składki podstawowej, wnoszonej przez pracodawcę oraz dodatkowej, zadeklarowanej i wnoszonej przez uczestnika z jego wynagrodzenia po opodatkowaniu (max. 450% wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej). Składka podstawowa może wynosić max. 7% wynagrodzenia pracownika – nie jest ona wliczana do wynagrodzenia, od którego ustala się obowiązkowe składki na ubezpieczenia społeczne. Formy gromadzenia oszczędności w PPE są bardziej ograniczone, niż w przypadku pozostałych dwóch kont emerytalnych. Ustawodawca nie uwzględnił bowiem możliwości otwierania programów we współpracy z bankami ani też biurami maklerskimi (tabela 5.3.).

Tabela 5.3. Formy gromadzenia oszczędności dobrowolnych na cele emerytalne (III filar)

Forma prawna	Instytucja finansowa	PPE	IKE	IKZE
Fundusz inwestycyjny	TFI	Tak	Tak	Tak
Ubezpieczenie na życie z UFK	Zakład ubezpieczeń	Tak	Tak	Tak
Pracowniczy fundusz emerytalny	Towarzystwo emerytalne	Tak		
Rachunek oszczędnościowy	Bank	Nie	Tak	Tak
Wyodrębniony rachunek papierów wartościowych i połączony z nimi rachunek pieniężny	Biuro/dom maklerski	Nie	Tak	Tak
Dobrowolny fundusz emerytalny	PTE	Nie	Tak	Tak
Zarządzanie zagraniczne	Instytucje finansowe z siedzibą w UE	Tak	Nie	Nie

Źródło: opracowanie własne.

Wypłata zgromadzonych w PPE oszczędności może nastąpić na wniosek uczestnika po osiągnięciu przez niego 60 lat lub też wcześniej, a mianowicie po ukończeniu 55 lat, gdy przedstawi decyzję o przyznaniu prawa do emerytury, a najpóźniej po ukończeniu 70. roku życia. Środki te są dziedziczone i w przypadku śmierci uczestnika mogą zostać wypłacone na wniosek osoby uprawnionej. Oszczędzający w PPE przy wypłacie swoich oszczędności są zwolnieni z podatku dochodowego.

⁴⁰ Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o pracowniczych programach emerytalnych, Dz.U. z 2014 r., poz. 710.

Na koniec 2014 roku zarejestrowanych było 1064 programów prowadzonych przez 1110 pracodawców, obejmujących 381 tys. Uczestników, dla których zgromadzono 10,3 mld zł. Największe znaczenie miały pracownicze programy emerytalne w formie umowy grupowego ubezpieczenia na życie z UFK (67%). Składki odprowadzane do PPE pochodziły głównie z wpłat dokonywanych przez pracodawców (97%).

IKE i IKZE są natomiast indywidualnym sposobem gromadzenia środków na emeryturę, który daje oszczędzającemu możliwość skorzystania z ulg podatkowych. Różnią się one limitami wpłat, zasadami oszczędzania i wycofywania środków oraz sposobem korzystania z ulgi podatkowej (tabela 5.4.).

Tabela 5.4. Porównanie IKE z IKZE

	Indywidualne Konto Emerytalne	Indywidualne Konto Zabezpieczenia Emerytalnego
Limit wpłat (2015)	11 877 zł	4750,80 zł
Podatek dochodowy przy wypłatach	brak	zryczałtowany (10%)
Podatek od zysków kapitałowych	zwolnienie po nabyciu świadczeń emerytalnych	zwolnienie po osiągnięciu 65. roku życia
Dodatkowe korzyści	brak	możliwość odliczenia wpłat od podstawy opodatkowania

Źródło: opracowanie własne.

IKE jest dostępne od 2004 roku. Każdy, kto ukończył 16. rok życia, może założyć jedno konto. Nie ma przy tym górnej granicy wieku, czyli możliwość posiadania tego konta przysługuje także osobom na emeryturze. Zachętą do jego posiadania jest zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych (19%) pod warunkiem, iż wpłacone środki nie zostaną wypłacone przed osiągnięciem wieku emerytalnego. Przy wcześniejszej wypłacie środków podatek zostanie pobrany. Nie ma również wtedy możliwości ponownego założenia konta. Oszczędzający może w trakcie oszczędzania przenieść swoje środki w drodze wypłaty transferowej do innej instytucji, a także wskazać spadkobiercę. Jeśli tego nie uczyni, to środki zgromadzone na IKE wejdą do masy spadkowej, oczywiście z wyjątkiem konta prowadzonego przez zakład ubezpieczeń⁴¹.

Na IKE 817,7 tys. uczestników zgromadziło w 2013 roku 4,3 mld zł., chociaż w 2004 roku zakładano, iż będzie ich 2 mln (było ich 200 tys.). Wpłaty dokonywane

⁴¹ Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o indywidualnych kontach emerytalnych oraz indywidualnych kontach zabezpieczenia emerytalnego, Dz.U. z 2014 r. poz. 1147.

na IKE nie mogą przekroczyć jednakże kwoty odpowiadającej 3-krotności przeciętnego prognozowanego wynagrodzenia miesięcznego w gospodarce narodowej na dany rok. Limit wpłat na 2015 rok wynosił 11 877 zł.

IKZE funkcjonuje dopiero od 2012 roku. Pozwala każdemu oszczędzającemu na odliczenie od podstawy opodatkowania kwoty, którą wpłaci w danym roku, ale na koniec inwestycji (po ukończeniu 65 lat) koniecznym będzie zapłacenie podatku od całego kapitału wraz z osiągniętym zyskiem (aktualnie 10%). Minimalny okres oszczędzania wynosi 5 lat.

Limit wpłat na IKZE wynosi 120% prognozowanego na dany rok przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce narodowej. W 2015 roku limit ten wynosił 4750,80 złotych, co umożliwiło zmniejszenie podatku dochodowego o 850–1520 zł.

Na koniec 2014 roku 528 tys. uczestników IKZE zgromadziło 295 mln zł. Tylko zatem 3,2% osób aktywnych zawodowo odkładało swoje pieniądze (na IKE 5,2%), a do tego większość wpłat była efektem przeniesienia środków z IKE. Prognozowano, iż IKZE założy przynajmniej 10% uprawnionych.

Najbardziej popularną formą oszczędzania na emeryturę w ramach III filara jest nadal IKE, a następnie IKZE, pomimo iż jest dostępne dopiero od dwóch lat. Najbardziej elitarny charakter ma natomiast PPE, które pomimo iż najczęściej zakładane jest w dużych firmach, to przeciętnie na 1 program przypada tylko 400 pracowników, co może oznaczać, że w niektórych korporacjach nie jest to propozycja skierowana do wszystkich pracowników.

Nie tylko jednak relatywnie niski odsetek osób aktywnych założyło konto emerytalne, ale jednocześnie zauważyć można niskie kwoty wpłat dokonywanych w ciągu roku, a właściwie wykorzystywanie średnio zaledwie niewiele ponad połowy rocznego limitu (średnia liczona jest tylko dla wnoszących wpłaty w danym roku). Trudno zatem zakładać, że limity są zbyt niskie.

Najbardziej popularne jest przy tym oszczędzanie na emeryturę w zakładach ubezpieczeń oraz funduszach inwestycyjnych (IKE) oraz dobrowolnych funduszach emerytalnych (IKZE), a więc instytucjach, w których oszczędzanie jest najbardziej ryzykowne i najdroższe, biorąc pod uwagę różnorakie opłaty związane z funduszami inwestycyjnymi, a dodatkowo jeszcze z ubezpieczeniem. Konieczność uiszczania opłat, a do tego dwukrotne spadki wartości jednostek uczestnictwa powodują, iż nie zawsze oszczędzający osiągają dodatnie zwroty z zainwestowanych środków, które dopiero umożliwiają korzystanie z ulgi kapitałowej. Najmniej popularne jest natomiast oszczędzanie w biurach maklerskich (IKE) oraz w bankach (IKZE). Rzadkie zakładanie IKZE w bankach wynika ze skąpej oferty. Oferta ING Banku Śląskiego, który jako pierwszy udostępnił w Polsce IKZE w formie rachunku oszczędnościowego dla osób posiadających konto osobiste lub konto oszczędnościowe, była do końca 2013 roku jedyną taką ofertą w sektorze bankowym,

a w 2014 roku została uzupełniona o ofertę dwóch banków spółdzielczych. Podobnie niewiele biur maklerskich oferuje możliwość założenia IKZE.

Tabela 5.5. Liczba kont IKE i IKZE oraz wartość zgromadzonych środków według instytucji finansowych w 2014 roku

	Banki	Biura maklerskie	Fundusze inwestycyjne	Zakłady ubezpieczeń	Dobrowolne fundusze emerytalne*	Ogółem
IKE						
Liczba kont	51 625	22 884	175 515	573 515	1 946	824 485
Wartość środków (mln zł)	804	790	1 513	1 904	20	5 031
– śr. wpłata (tys.)	4,0	8,6	3,5	2,8	5,2	3,4
– śr. stan (tys.)	15,6	34,5	8,6	3,3	10,3	6,1
IKZE						
Liczba kont	8 105	2 797	17 510	418 935	80 795	528 142
Wartość środków (mln zł)	11,6	14,6	63,6	168	37,8	295
– śr. wpłata (tys.)	3,0	4,2	3,2	2,1	1,9	2,3
PPE						
Liczba uczestników	–	–	219 110	117 158.	44 740	381 008
Wartość środków - śr. stan (tys.)	–	–	5 725 26,1	2 761 23,6	1 774 39,7	10 260 26,9

*w przypadku PPE – pracownicze fundusze emerytalne.

Źródło: *Rozwój systemu finansowego...*, op. cit.

Wybór instytucji otwarcia IKZE w ostatnim okresie nie był wyrazem preferencji indywidualnego inwestora, lecz akcji promocyjnych niektórych instytucji finansowych, a głównie tych, które pobierają opłaty za przyjmowanie środków i zarządzanie nimi, a także za ubezpieczenia. Prawie wszystkie IKZE (98%) założono bowiem w instytucjach pobierających opłaty za zajmowanie się oszczędnościami, bez względu na osiągnięte zyski (tabela 5.5.).

Przedstawione propozycje oszczędzania dobrowolnego na emeryturę nie zostały powszechnie zaakceptowane i tylko wąskie grono osób aktywnych zawodowo skorzystało do tej pory z tej możliwości. Problemem jest nie tyle niska skłonność do oszczędzania, co również wymierność zachęt podatkowych, jak i skąpa oferta instytucji finansowych.

Program stosowania zachęt podatkowych w celu zwiększenia skłonności do oszczędzania w Wielkiej Brytanii poprzedzony był licznymi badaniami ich efektywności, jak również preferencji oszczędzających. W badaniach tych (już w latach 1978–1996) preferencje dotyczące form oszczędzania przejawiały się wyraźnie we wzroście odsetka posiadających aktywa na rachunkach oprocentowanych, we własnym mieszkaniu oraz akcjach. Spadało natomiast zainteresowanie ubezpieczeniem na życie (w każdej grupie wiekowej)⁴².

5.6. Kryteria podejmowania decyzji inwestycyjnych

Coraz bogatsza oferta produktów oszczędnościowych wzmacnia trudności decyzyjne inwestorów. Pomocny przy podejmowaniu decyzji jest niewątpliwie tzw. złoty (magiczny) trójkąt decyzyjny inwestora (tabela 5.6.), który obejmuje:

- płynność instrumentu – szybkość zamiany instrumentu na pieniądź (gotówkę),
- rentowność instrumentu – zysk – oprocentowanie, dyskonto (obligacje zero-kuponowe, bony skarbowe), dywidenda (akcje),
- ryzyko instrumentu – prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku lub straty z posiadanego produktu.

Tabela 5.6. Ocena produktów oszczędnościowych z punktu widzenia ryzyka, płynności i rentowności

Produkty oszczędnościowe	Bezpieczeństwo zainwestowanego kapitału	Płynność	Rentowność
Konta oszczędnościowe	Ochrona kapitału	bardzo wysoka	+
Lokaty	Ochrona kapitału	średnia	++
Lokaty strukturyzowane	W zależności od umowy	niska	++/- --
Obligacje skarbowe	Ochrona kapitału	wysoka	++
Obligacje korporacyjne	Bak	średnia	++/- --
Fundusze inwestycyjne	Brak	wysoka/niska	++/- --
UKF	Brak	bardzo niska	+/- --
Akcje	Brak	wysoka	+++/- --

Źródło: opracowanie własne.

⁴² Banks J., Tanner S., *Household Saving in the UK*, Institute for Fiscal Studies, London 1999.

Szybki, bez dodatkowych problemów oraz kosztów, dostęp do gotówki jest najważniejszym kryterium wyboru produktu finansowego, szczególnie gdy oszczędności są gromadzone z motywu ostrożnościowego. Środki zdeponowane na rachunkach bieżących uważane są za najbardziej płynne.

W przypadku korzystania z innych produktów finansowych nie tyle chodzi o niemożność ich zamknięcia, ile o koszty/straty z tym związane. Podstawowe zatem pytanie sprowadzić należy do tego, czy bardziej opłaca się trzymać oszczędności na rachunkach bieżących i nie otrzymywać z tego tytułu żadnych dochodów, czy też założyć lokatę i tylko w razie konieczności jej zlikwidowania nie otrzymać odsetek. Ryzyko to można ograniczyć, zakładając np. kilka lokat o różnych terminach zapadalności, by w razie potrzeby zlikwidować tylko ich część. Ponadto nie zawsze wcześniejsze zamknięcie lokaty jest związane z utratą całości odsetek. W sytuacji zatem, gdy przewidujemy, że zdeponowane środki mogą być wcześniej potrzebne, nie należy rezygnować z założenia lokaty, lecz znaleźć bardziej elastyczną ofertę lub też założyć konto oszczędnościowe.

Korzystanie z innych produktów inwestycyjnych nie oznacza najczęściej, iż nie są one płynne, gdyż prawie każdy produkt można zlikwidować w ciągu 1–3 dni, lecz z jakimi kosztami jest związana transakcja wycofania wpłaconych środków przed terminem lub też w nagłych przypadkach (np. zamknięcie funduszu inwestycyjnego). Koszty te są często niebagatelne. Płynność niektórych produktów obniża fakt, iż mogą być zbyte tylko w drodze wykupu przez emitenta.

Konsumenci za najbardziej rentowne i jednocześnie bezpieczne produkty finansowe uważają fundusze inwestycyjne zrównoważone (wskaźnik korelacji 0,595), ubezpieczenia życiowe (0,441), fundusze inwestycyjne stabilnego wzrostu (0,428), oraz akcje (0,357), a następnie obligacje (0,303) oraz lokaty bankowe (0,193)⁴³. Opinie te formułowane są jednak raczej w oparciu o potoczne skojarzenia nazw produktów z przypisywanymi im cechami, a nie faktyczną, gruntowną znajomość tych produktów oraz rzeczywistą ich rentowność. Konstrukcja funduszy inwestycyjnych zrównoważonych jest bowiem bardziej ryzykowna niż funduszy stabilnego wzrostu, a podstawą produktów ubezpieczeniowych na życie są także najczęściej fundusze inwestycyjne, a do tego ich rentowność jest obniżona, gdyż obarczone są dodatkowo kosztami ubezpieczeń.

Zazwyczaj przyjmuje się także, iż wyższe ryzyko związane jest z wyższą rentownością produktu. Nie zawsze jednak produkt związany z wyższym ryzykiem jest produktem bardziej dochodowym. Dla przykładu w latach 2000–2010 przeciętna stopa zwrotu dla klienta z inwestycji w produkty strukturyzowane wyniosła 3,31% w skali roku i była niższa od przeciętnej stopy zwrotu z lokat terminowych

⁴³ Białowas S., *Zachowania oszczędnościowe...*, op. cit.

(4,30%)⁴⁴. Podobnie średnia stopa zwrotu z zakończonych obligacji strukturyzowanych w okresie 2000–2013 wyniosła 4,6%, podczas gdy średnie oprocentowanie lokat 12-miesięcznych w tym samym okresie wynosiło 5,8%, przy średniej rocznej stopie inflacji 3,3%⁴⁵. Jeszcze niższe stopy zwrotu w tym okresie osiągnięto z FIZ – średnie roczne wyniosły 3,6%, a więc poniżej średnich nie tylko z lokat, ale także z obligacji strukturyzowanych⁴⁶.

W okresach turbulencji i niepewności bardziej dochodowe okazują się produkty mniej ryzykowne. Jeżeli chodzi natomiast o wpływ czasu inwestowania, to w przypadku produktów takich jak akcje czy fundusze inwestycyjne najkorzystniej jest je nabywać w okresach wysokich spadków, a sprzedawać wtedy, gdy akcje czy jednostki uczestnictwa osiągają najwyższe wartości. Indywidualni inwestorzy wykazują jednak wysoką skłonność do odwrotnych zachowań⁴⁷.

Przyjęcie założenia, iż historyczne wyniki nie gwarantują wystąpienia podobnych okoliczności w przyszłości, usuwają jeszcze jeden punkt orientacyjny, pozwalający na podjęcie decyzji o wyborze funduszu inwestycyjnego czy innych produktów inwestycyjnych.

W przypadku chęci skorzystania z produktów hybrydowych natomiast warto sprawdzić po pierwsze, czy wszystkie elementy „hybrydy” są rzeczywiście niezbędne (np. kolejne ubezpieczenie), gdyż każdy obciążony jest kosztami, a następnie, czy nie taniej skonstruować ją samodzielnie, korzystając z produktów finansowych, które wchodzi w jej skład.

Przy inwestowaniu w produkty tradycyjne istotne znaczenie miała i ma nadal dyscyplina i systematyczność. Na korzyść oszczędzającego działa czas i procent składany, który Albert Einstein określił jako „największy wynalazek ludzkości”. Naliczanie odsetek zarówno od odkładanych kwot, jak i wypracowanych zysków oraz długi okres powodują, iż z niewielkich kwot powstaje duży kapitał. To właśnie ten czynnik zamienia małe, stosunkowo łatwe do wygospodarowania kwoty w duży kapitał. Polega on na naliczaniu odsetek nie tylko od wpłaconej kwoty, ale i od wygenerowanych zysków. Siła procentu składanego jest tym większa, im dłuższy jest okres oszczędzania (rozdz. 12). Prawdopodobnie tej, jak zaznaczyliśmy, nie można odnieść bezrefleksyjnie do lokowania oszczędności w produkty alternatywne.

⁴⁴ Mrokogulski M., Sepielak P., *Produkty strukturyzowane w Polsce...*, op. cit.

⁴⁵ Hadaś-Dyduch M., *Zysk zakończonych produktów strukturyzowanych w formie obligacji strukturyzowanej*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” (ZN Uniwersytetu Szczecińskiego), nr 67, 2014.

⁴⁶ Hadaś-Dyduch M., *Charakterystyka rynku produktów strukturyzowanych oferowanych w formie Funduszy Inwestycyjnych Zamkniętych zakończonych w latach 2000–2013*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” nr 2, 2014.

⁴⁷ Zaleśkiewicz T., *Psychologia...*, op. cit.