



Tom 36/2022, ss. 255-272
ISSN 2719-4175
e-ISSN 2719-5368
DOI: 10.19251/ne/2022.36(13)
www.ne.mazowiecka.edu.pl

Paweł Kulpaka

e-mail: pawel.kulpaka@wp.pl

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-9413-8590>

SKARBOWE OBLIGACJE OSZCZĘDNOŚCIOWE W STRUKTURZE AKTYWÓW FINANSOWYCH GOSPODARSTW DOMOWYCH W POLSCE

**TREASURY SAVINGS BONDS IN THE STRUCTURE OF HOUSEHOLDS FINANCIAL
ASSETS IN POLAND**

Streszczenie

Artykuł poświęcony jest skarbowym obligacjom oszczędnościowym w Polsce. Jego celem jest ukazanie rozwoju tego rynku oraz badanie udziału tych instrumentów w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych w latach 2010 – 2021. Opracowanie powstało w oparciu o wybrane pozycje literatury poświęcone tej tematyce oraz publicznie dostępne dane źródłowe pochodzące z Ministerstwa Finansów oraz Narodowego

Summary

The paper focuses on the treasury savings bonds in Poland. The purpose of the article is to analyse the development of this market and to study the share of these instruments in the structure of households financial assets in the years 2010 – 2021. The research was based on the selected literature of the subject and publicly available data sources from the Ministry of Finance and the National Bank of Poland. In the work the analysis of

Banku Polskiego. W artykule zastosowano metodę badań nazywaną analizą danych pierwotnych lub wtórnych (desk research) oraz analizę wybranej literatury przedmiotu. Przeprowadzone badania jednoznacznie pokazują bardzo dynamiczny rozwój rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych w Polsce w ciągu ostatnich kilkunastu lat. Jednak instrumenty te wciąż nie odgrywają znaczącej roli na rynku finansowym w naszym kraju, a ich udział w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych kształtuje się na niewielkim poziomie. Artykuł jest wynikiem samodzielnej i oryginalnej pracy badawczej autora, odzwierciedlającej jego zainteresowania naukowe. Według jego najlepszej wiedzy na rynku wydawniczym w Polsce mało jest tego typu analiz.

Słowa kluczowe: obligacje skarbowe, aktywa finansowe, oszczędności, finanse osobiste

primary and secondary data (desk research) and the study of the selected literature were used. The conducted research significantly proves the very dynamic development of the treasury savings bonds in Poland over the last dozen years. However, the importance of these instruments on the financial market in our state is still limited and their share in the structure of households financial assets fluctuate on a low level. The article is the result of individual and original research, reflecting the author's scientific interests. According to his best knowledge there is a lack of these type of studies on the publishing market in Poland.

Keywords: treasury bonds, financial assets, household saving, personal finance.

JEL Classification: D14, E20, E44

WPROWADZENIE

Skarbowe obligacje oszczędnościowe obok depozytów bankowych są podstawowymi instrumentami finansowymi pozwalającymi na bezpieczne inwestowanie nadwyżek finansowych gospodarstw domowych. Umożliwiają obywatelom bezpośrednio lokowanie oszczędności w papiery wartościowe o bardzo niskim ryzyku, mogące mieć konkurencyjne oprocentowanie, z pominięciem konieczności korzystania z odpłatnych usług pośrednictwa finansowego. Pozwalają na bezpośrednie inwestowanie, bez ponoszenia większości dodatkowych kosztów transakcyjnych, mających przeważnie formę różnych opłat i prowizji. W wielu państwach rozwój krajowego rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych przyczynia się i ułatwia emitentom finansowanie deficytów budżetowych i długów publicznych oraz służy poprawie konkurencyjności i transparentności całego systemu finansowego. Często jest on również istotnym czynnikiem zachęcającym gospodarstw domowe do oszczędzania oraz przyczyniać się do budowy i poszerzania bazy krajowego kapitału.

Celem artykułu jest badanie rozwoju rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych oraz udziału tych instrumentów w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych w Polsce w latach 2010 – 2021.

Praca składa się z wprowadzenia, trzech rozdziałów oraz podsumowania. W pierwszej części artykułu przedstawiono rolę oszczędności w świetle wybranych teorii ekonomicznych należących do głównego nurtu tej nauki. W dalszych dwóch empirycznych rozdziałach pracy scharakteryzowano rynek skarbowych obligacji oszczędnościowych w Polsce, a następnie zanalizowano udział tych instrumentów w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych. Najważniejsze wnioski oraz rekomendacje wynikające z przeprowadzonych badań zamieszczono w krótkim podsumowaniu.

Opracowanie powstało w oparciu o wybrane pozycje literatury zajmujące się tą tematyką oraz publicznie dostępne dane źródłowe pochodzące przede wszystkim z Ministerstwa Finansów oraz Narodowego Banku Polskiego. Artykuł jest wynikiem samodzielnej i oryginalnej pracy badawczej autora, odzwierciedlającej jego zainteresowania naukowe. W opracowaniu zastosowano metodę badań nazywaną analizą danych pierwotnych lub wtórnych (desk research) oraz analizę wybranej literatury przedmiotu. Metody te wybrano ze względu na zakres i cel analizy oraz z powodu ograniczonej objętości artykułu.

1. OSZCZĘDNOŚCI W WYBRANYCH TEORIACH EKONOMII

Nauka ekonomii od swoich początków zajmuje się badaniem roli inwestycji w gospodarce oraz sposobami ich finansowania – oszczędnościami. Zagadnienia te są przedmiotem szerokich zainteresowań wszystkich głównych teorii ekonomii: klasycznych, neoklasycznych, keynesowskich, neokeynesowskich, monetarystycznych i wielu innych (Liberda, 2000, s. 5 – 14).

W ekonomii klasycznej i neoklasycznej oszczędności powstają dzięki częściowemu powstrzymaniu się od przeznaczania na konsumpcję całego osiągalnego dochodu. Głównym celem jednostek jest maksymalizacja użyteczności czerpanej z konsumpcji przeróżnych dóbr i usług. Jeśli ludzie mają zacząć oszczędzać, muszą jednocześnie zrezygnować z przeznaczania na bieżącą konsumpcję całych osiągalnych dochodów. Jedynym bodźcem, który może ich do tego skłonić, jest większa konsumpcja przyszła, którą będą w stanie sfinansować dzięki obecnym oszczędnościom i częściowemu powstrzymaniu się od terażniejszej konsumpcji. Wynagrodzeniem za oszczędzanie i odracanie swojej bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłej są zyski otrzymywane w formie oprocentowania. Im wyższy jest poziom stopy procentowej, tym większe są

dochody z oszczędności i większa przyszła konsumpcja, którą będzie można sfinansować dzięki powstrzymaniu się od bieżącego wydawania całego osiągalnego dochodu. Oszczędności w ekonomii klasycznej i neoklasycznej uzależnione są od poziomu zysków odsetkowych i są rosnącą funkcją stopy procentowej (Kulpaka, 2013, s. 14 – 17).

Oszczędności w ekonomii keynesowskiej i neokeynesowskiej zdefiniowane są jako różnica pomiędzy dochodem a wydatkami na konsumpcję. Społeczeństwo zawsze przeznaczają część swojego dochodu na konsumpcję, a pozostałą resztę na oszczędności. Decydują o tym skłonności, które uzależnione są od posiadania pewnych cech powodujących podatność ludzi na konsumowanie lub oszczędzanie. Cechy te utrwalają się i są dość stabilne w długim okresie. Według tych nurtów ekonomii skłonność do konsumpcji oraz skłonność do oszczędzania uzależniona jest przede wszystkim od: bieżących dochodów, niespodziewanych zmian w wartościach kapitałowych, zmian stóp procentowych, polityki fiskalnej, chęci tworzenia rezerw na nieprzewidywalne okoliczności (motyw ostrożności), przygotowywania się do innej przyszłej relacji pomiędzy dochodem a wydatkami jednostki lub całej rodziny w związku z np.: starością, kształceniem dzieci (motyw przezorności), korzyściami płynącymi z zysków odsetkowych (motyw wyrachowania), poczucia niezależności i możliwości urzeczywistnienia swoich przyszłych zamiarów niezależnie od osiągniętych dochodów (motyw niezależności), zapewnienia sobie kapitałów na spekulację lub prowadzenie działalności gospodarczej (motywy przedsiębiorczości), chęci pozostawienia majątku spadkobiercom po śmierci (motywy dziedziczenia lub dumy), czystego skąpstwa (Keynes, 2003, s. 57 – 98). Ekonomia keynesowska i neokeynesowska zdecydowanie kwestionuje prostą zależność wielkości oszczędności od poziomów stóp procentowych.

W ekonomii monetarystycznej, kwestionującej i podważającej dorobek keynesizmu, Franco Modigliani sformułował hipotezę cyklu życia oszczędności. Według niej ludzie dążą do stabilizacji konsumpcji i utrzymywania stałego poziomu stopy życiowej w długich okresach. Oszczędności powstają zatem w latach życia, kiedy bieżące dochody przewyższają poziom i standard życia, który chce i co ważniejsze jest w stanie osiągnąć i utrzymać dana osoba. Większość okresu aktywności zawodowej charakteryzuje dodatni poziom oszczędności. Po przejściu na emeryturę wykorzystuje się natomiast wcześniej zgromadzone środki, co jest równoznaczne z ujemnym poziomem oszczędności. F. Modigliani zakładał, że gospodarstwa domowe konsumują wszystkie swoje dochody w trakcie trwania swojego życia i nie pozostawiają po sobie

jakiegokolwiek masy spadkowej. Z teorii tej płyną wnioski, że wielkość oszczędności w społeczeństwie zależy przede wszystkim od struktury demograficznej i długookresowego poczucia bezpieczeństwa, ponieważ generalnie ludzie młodzi oszczędzają, a starzy trwonią (Abel, 1986, s. 3 – 40).

Drugi z czołowych przedstawicieli monetaryzmu Milton Friedman sformułował teorię dochodu permanentnego. Zakwestionował w niej keynesowską zależność pomiędzy wielkością realizowanej konsumpcji a osiąganymi bieżącymi dochodami. Według niego ludzie dążą do stabilizacji konsumpcji i w konsekwencji swojego standardu życia na poziomie, do którego się przyzwyczaili i który chcą utrzymywać w dłuższym okresie. Starają się zatem finansować pewien poziom konsumpcji permanentnej, która nie zależy od bieżących dochodów, ale od dochodów permanentnych, przez które rozumiał on normalny, średni poziom dochodów, które jednostka spodziewa się uzyskiwać w dłuższym okresie. W takiej sytuacji oszczędności służą przede wszystkim stabilizacji wielkości realizowanej konsumpcji permanentnej i uniezależnieniu jej od wahań uzyskiwanych bieżących dochodów, osiągnięciu dodatkowych zysków ze zgromadzonego wcześniej majątku oraz gromadzeniu rezerw na nieprzewidywalne przyszłe sytuacje. Według teorii dochodu permanentnego M. Friedmana źródłem oszczędności są przede wszystkim lepiej zarabiające gospodarstwa domowe w wieku średnim o ustabilizowanej pozycji zawodowej. Ludzie młodzi zaciągają kredyty i mają ujemny poziom oszczędności. W końcowych latach aktywności zawodowej oraz szczególnie po przejściu na emeryturę gospodarstwa domowe wykorzystują wcześniej zgromadzone środki do podtrzymywania swojej konsumpcji, która wyznacza ich standard życia na określonym planowanym poziomie i również nie oszczędzają. Wielkość wydatków konsumpcyjnych wpływa wtedy w dużym stopniu na wartość pozostawianych spadków lub dokonywanych darowizn. W skali makroekonomicznej wartość oszczędności zależy przede wszystkim od struktury demograficznej społeczeństwa, zmieniających się relacji pomiędzy dochodami permanentnymi, dochodami tymczasowymi rzeczywiście osiąganymi w poszczególnych okresach oraz wielkością konsumpcji permanentnej (Friedman, 1957, s. 1 – 224).

Niezależnie od poglądów głoszonych przez różne szkoły ekonomii rozwój rynku finansowego poszerza i ułatwia gromadzenie i inwestowanie nadwyżek finansowych gospodarstw domowych. Skarbowe obligacje oszczędnościowe stwarzają unikalne możliwości bezpiecznego i zyskowego lokowania środków ludności w te detaliczne papiery wartościowe pozbawione ryzyka niewy-

płacalności emitenta, na konkurencyjnych warunkach w porównaniu z tradycyjnymi kontami oszczędnościowymi i lokatami terminowymi oferowanymi przez system bankowy (Dougall, 1953, s. 224 – 225, Ofiarski, 2019, s. 95 – 97). Warto obserwować i analizować rozwój i zmiany zachodzące na tym rynku, co jest przedmiotem dalszej części tego opracowania.

2. RYNEK SKARBOWYCH OBLIGACJI OSZCZĘDNOŚCIOWYCH W POLSCE

Od ponad 20 lat Ministerstwo Finansów emituje w Polsce skarbowe obligacje oszczędnościowe o nominale 100 zł, które można nabywać w sieci sprzedaży detalicznej. Instrumenty te oferowane są wyłącznie:

- osobom fizycznym,
- stowarzyszeniom, innym organizacjom społecznym i zawodowym oraz fundacjom wpisanym do stosownego rejestru.

Począwszy od wejścia Polski do Unii Europejskiej 1 maja 2004 r. w ramach Jednolitego Rynku Finansowego ich nabywcami mogą być również nierezydenci zaliczający się do tych dwóch grup podmiotów. Ponadto od października 2016 r. emitowane są 6 letnie i 12 letnie rodzinne obligacje oszczędnościowe, których nabywcami mogą być osoby otrzymujące świadczenie w ramach programu „Rodzina 500+”. Są to papiery wartościowe o zmiennym oprocentowaniu, indeksowane inflacją powiększoną o preferencyjną marżę. Odsetki są kapitalizowane i stawiane do dyspozycji inwestorów wraz z wykupem tych instrumentów. Zainteresowanie rodzinnymi obligacjami oszczędnościowymi było bardzo małe. W latach 2016 – 2021 udział tych instrumentów nie przekraczał 1% całego rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych (www4).

W całym okresie analizy ponad 99% skarbowych obligacji oszczędnościowych nabywanych było przez gospodarstwa domowe będące polskimi rezydentami (osoby fizyczne). Udział innych podmiotów oraz nierezydentów w rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych był marginalny. Inwestorzy ci nie odgrywają żadnej istotnej roli na rynku tych instrumentów finansowych.

W ramach skarbowych obligacji oszczędnościowych w latach 2010 – 2021 oferowane były następujące rodzaje instrumentów dłużnych (www3) (dane w tabeli 1 i 2, oraz na rysunku 1):

- 3-miesięczne obligacje oszczędnościowe o oprocentowaniu stałym,
- 2-letnie obligacje oszczędnościowe o oprocentowaniu stałym,
- 3-letnie obligacje oszczędnościowe o oprocentowaniu zmiennym,

- 4-letnie obligacje oszczędnościowe o oprocentowaniu zmiennym, indeksowane inflacją,
- 10-letnie obligacje oszczędnościowe o oprocentowaniu zmiennym, indeksowane inflacją,
- 6-letnie rodzinne obligacje oszczędnościowe o oprocentowaniu zmiennym, indeksowane inflacją,
- 12-letnie rodzinne obligacje oszczędnościowe o oprocentowaniu zmiennym, indeksowane inflacją,
- pozostałe rodzaje papierów wartościowych mające inne terminy zapadalności, które okazjonalnie były emitowane (premiowe 10-miesięczne obligacje oszczędnościowe o oprocentowaniu stałym emitowane dwukrotnie w 2018 i 2019 r., krótkoterminowe obligacje oszczędnościowe: 7-miesięczne, 11-miesięczne, 13-miesięczne i 14-miesięczne, emitowane czterokrotnie w latach 2013 – 2015, 5-letnie obligacje oszczędnościowe o stałym oprocentowaniu emitowane do końca 2010 r.). Tylko w latach 2013 – 2015 udział tych pozostałych instrumentów dłużnych w całym rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych był znaczący i wynosił ok. 27% - 30%.

Sprzedaż każdej serii skarbowych obligacji oszczędnościowych trwa przez jeden miesiąc. Podstawowymi rodzajami instrumentów dłużnych oferowanych nieprzerwanie w całym okresie analizy, tj. w latach 2010 – 2021 były obligacje: 2-letnie, 3-letnie, 4-letnie oraz 10-letnie. Ponadto w październiku 2016 r. Ministerstwo Finansów zaczęło emitować 6 letnie i 12 letnie rodzinne obligacje oszczędnościowe, a rok później 3-miesięczne obligacje oszczędnościowe. Skarbowe obligacje oszczędnościowe oferowane w sieci sprzedaży detalicznej nie są przedmiotem obrotu na rynku wtórnym. Jednak w listach emisyjnych, na podstawie których są one sprzedawane, Minister Finansów przyznaje posiadaczom tych instrumentów dłużnych prawo do wezwania emitenta do ich przedterminowego wykupu. W przypadku skorzystania przez obligatariuszy z tego uprawnienia, po zapłaceniu określonej opłaty lub utracie prawa do całości lub części odsetek, otrzymują oni w ciągu kilku dni roboczych środki pieniężne z tytułu przedstawionych do przedterminowego wykupu instrumentów. Skarbowe obligacje oszczędnościowe mają zatem wbudowaną opcję put, która umożliwia ich posiadaczom wcześniejsze wycofanie kapitałów zainwestowanych w te papiery wartościowe. W dużym stopniu rekompensuje to brak istnienia rynku wtórnego tych instrumentów dłużnych.

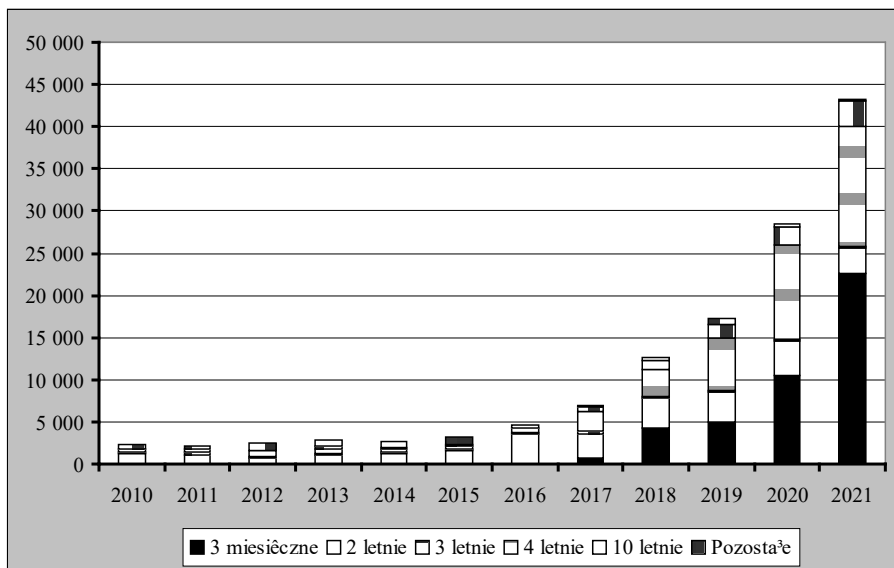
Tabela 1. Sprzedaż skarbowych obligacji oszczędnościowych (dane w mln zł)

Rok	Łączna sprzedaż	3 miesięczne	2 letnie	3 letnie	4 letnie	10 letnie	Pozostałe
2010	2 377,8	0,0	1 323,4	134,3	285,6	634,5	0,0
2011	2 222,3	0,0	1 068,5	288,3	407,1	458,4	0,0
2012	2 450,8	0,0	764,7	153,9	728,3	803,9	0,0
2013	2 921,9	0,0	1 073,2	180,4	491,9	302,2	874,3
2014	2 720,9	0,0	1 201,8	205,8	302,6	241,9	768,9
2015	3 217,7	0,0	1 638,1	169,6	288,5	242,3	879,2
2016	4 633,7	0,0	3 546,1	207,1	593,9	283,4	3,2
2017	6 861,0	650,3	2 959,6	216,7	2 456,9	560,5	16,9
2018	12 706,4	4 193,5	3 566,5	168,9	3 341,4	1 034,8	401,3
2019	17 286,9	4 908,3	3 688,1	177,1	6 160,5	1 696,8	656,2
2020	28 391,4	10 568,3	3 973,1	168,7	11 208,9	2 265,8	206,6
2021	43 324,0	22 541,5	3 052,2	185,1	14 215,1	3 042,0	288,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://www.gov.pl/web/finanse/obligacje-detaliczne1>, (data dostępu 10 maja 2021).

Począwszy od października 2017 r. Ministerstwo Finansów wprowadziło do oferty skarbowych obligacji oszczędnościowych 3-miesięczne papiery wartościowe o oprocentowaniu stałym. Zauważalnie wzbogaciło to ofertę instrumentów dłużnych dystrybuowanych w sieci sprzedaży detalicznej i przyciągnęło na ten rynek nowe grupy inwestorów indywidualnych dysponujących znacznymi kapitałami. Udział instrumentów 3-miesięcznych w łącznej sprzedaży obligacji oszczędnościowych wynosił 33% w 2018 r., 28,4% w 2019 r., 37,2% w 2020 r. i aż 52% w 2021 r. Dzięki emisji obligacji 3-miesięcznych Ministerstwo Finansów pozyskało 10,6 miliarda złotych w 2020 r. i aż 22,5 miliarda złotych w 2021 r. Dla niewielkiej grupy świadomych inwestorów indywidualnych obligacje te stały się realną alternatywą dla krótkoterminowych lokat bankowych oraz środków trzymany w bankach na internetowych kontach oszczędnościowych.

W całym okresie analizy w ofercie znajdowały się 2-letnie obligacje oszczędnościowe o oprocentowaniu stałym. Odsetki od tych instrumentów podlegają rocznej kapitalizacji i są wypłacane inwestorom w momencie wykupu tych obligacji. Sprzedaż 2-letnich obligacji oszczędnościowych wyraźnie wzrosła po 2015 r. i za wyjątkiem 2017 r. kształtowała się powyżej 3 miliardów złotych rocznie. Jednak udział tych instrumentów w całym rynku obligacji oszczędnościowych zmalał z ponad 55% w 2010 r. do 7% w 2021 r.



Wykres 1. Sprzedaż skarbowych obligacji oszczędnościowych (dane w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://www.gov.pl/web/finanse/obligacje-detaliczne1>, (data dostępu 10 maja 2021).

Kolejnym rodzajem instrumentów stale znajdujących się w ofercie skarbowych obligacji oszczędnościowych były 3-letnie papiery wartościowe o oprocentowaniu zmiennym. Odsetki od nich wypłacane są co pół roku. W ostatnich latach ich oprocentowanie uzależnione było od kształtowania się stóp procentowych na hurtowym rynku międzybankowym w Polsce (WIBOR 6M) w ciągu kolejnych 5 dni roboczych odpowiednio poprzedzających rozpoczynanie się kolejnego okresu odsetkowego. Popularność 3-letnich obligacji oszczędnościowych była stosunkowo niewielka. Ministerstwo Finansów pozyskiwało z tytułu ich emisji od 134 do 288 milionów złotych rocznie. Udział tych instrumentów w całym rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych kształtował się na niewielkim poziomie nie przekraczającym, za wyjątkiem 2011 r., kilku procent. Ponadto w latach 2018 – 2021 wystąpił wyraźny spadek zainteresowania tym instrumentem finansowych, czego podstawowym powodem było relatywnie niskie oprocentowanie, będące konsekwencją spadku rynkowych stóp procentowych w Polsce.

Tabela 2. Struktura sprzedaży skarbowych obligacji oszczędnościowych

Rok	Łączna sprzedaż (w mln zł)	3 miesięczne (w %)	2 letnie (w %)	3 letnie (w %)	4 letnie (w %)	10 letnie (w %)	Pozostałe (w %)
2010	2 377,8	0,0	55,7	5,6	12,0	26,7	0,0
2011	2 222,3	0,0	48,1	13,0	18,3	20,6	0,0
2012	2 450,8	0,0	31,2	6,3	29,7	32,8	0,0
2013	2 921,9	0,0	36,7	6,2	16,8	10,3	29,9
2014	2 720,9	0,0	44,2	7,6	11,1	8,9	28,3
2015	3 217,7	0,0	50,9	5,3	9,0	7,5	27,3
2016	4 633,7	0,0	76,5	4,5	12,8	6,1	0,1
2017	6 861,0	9,5	43,1	3,2	35,8	8,2	0,2
2018	12 706,4	33,0	28,1	1,3	26,3	8,1	3,2
2019	17 286,9	28,4	21,3	1,0	35,6	9,8	3,8
2020	28 391,4	37,2	14,0	0,6	39,5	8,0	0,7
2021	43 324,0	52,0	7,0	0,4	32,8	7,0	0,7

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://www.gov.pl/web/finanse/obligacje-detaliczne1>, (data dostępu 10 maja 2021).

Obligacje oszczędnościowe 4-letnie i 10 letnie mają podobną konstrukcję. Są to instrumenty o zmiennym oprocentowaniu, indeksowane inflacją. W pierwszym okresie odsetkowym poziom ich oprocentowania wyznacza dość arbitralnie Ministerstwo Finansów. W kolejnych okresach odsetkowych ich oprocentowanie uzależnione jest od publikowanego przez Główny Urząd Statystyczny w miesiącu poprzedzającym rozpoczęcie się nowego okresu odsetkowego wskaźnika wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych (CPI – Consumer Price Index) powiększanego o stałą marżę. Przy czym obligacje 10-letnie emitowane w danym miesiącu mają marżę nieco wyższą w porównaniu z instrumentami 4-letnimi oferowanymi w tym samym okresie (www4).

Najważniejszą różnicą oprócz innych terminów zapadalności pomiędzy obligacjami oszczędnościowymi 4-letnimi i 10-letnimi jest odmienny sposób wypłaty odsetek. W przypadku instrumentów 4-letnich odsetki wypłacane są co roku. Natomiast odsetki od obligacji 10-letnich są kapitalizowane i stawiane do dyspozycji inwestorów wraz z wykupem tych instrumentów. Począwszy od 2016 r. popularność 4-letnich i 10-letnich obligacji oszczędnościowych o zmiennym oprocentowaniu indeksowanych inflacją znacząco wzrosła. W latach 2020 – 2021 Ministerstwo Finansów pozyskiwało już kilkanaście miliardów złotych rocznie z tytułu emisji instrumentów 4-letnich i ok. 2 – 3 miliardów złotych ze sprzedaży instrumentów 10-letnich, które cieszyły się

mniej z zainteresowaniem ze strony inwestorów. W rezultacie udział obligacji 4-letnich w całym rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych osiągnął 35,8% w 2016 r. oraz kształtował się powyżej 30% w latach 2019 – 2021. Pomimo obserwowanego w ostatnich latach wartościowego wzrostu sprzedaży obligacji 10-letnich, udział tego instrumentu w całym rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych kształtował się na zdecydowanie wyższym poziomie wynoszącym 20% - 33% w początkowym okresie analizy w lata 2010 – 2012. W końcowym okresie badania instrumenty te miały zaledwie kilkuprocentowy udział w rynku tych instrumentów finansowych.

Analiza danych zawartych w tabelach 1 i 2 oraz na rysunku 1 jednoznacznie potwierdza dynamiczny rozwój całego rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych w Polsce, który obserwowany jest od połowy pierwszej dekady XXI wieku. W latach 2010 – 2014 Ministerstwo Finansów pozyskiwało niespełna 3 miliardy złotych rocznie emitując tego rodzaju instrumenty finansowe. Pułap ten został przekroczony po raz pierwszy dopiero w 2015 r., kiedy emitentowi udało się uplasować na rynku papiery wartościowe o wartości 3,2 miliarda złotych. Począwszy od 2016 r. zainteresowanie skarbowymi obligacjami oszczędnościowymi zaczęło dynamicznie rosnać. W 2020 r. Ministerstwo Finansów sprzedało instrumenty za 28,4 miliarda złotych, a w 2021 r. za ponad 43,3 miliarda złotych. W największym stopniu przyczyniło się do tego wprowadzenie w 2017 r. do oferty skarbowych obligacji oszczędnościowych instrumentów o najkrótszym terminie zapadalności, obligacji 3-miesięcznych, których udział w rynku tych instrumentów wynosił 37,2% w 2020 r. i aż 52% w 2021 r. Towarzyszył temu dynamiczny wzrost zainteresowania obligacjami 4-letnimi o zmiennym oprocentowaniu indeksowanymi inflacją, których sprzedaż w ostatnich latach znacząco zwiększyła się i kształtuje się na poziomie kilkunastu miliardów złotych rocznie. Instrumenty te miały ponad 30% udział w rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych. Niezwykle znaczący i dynamiczny wzrost zainteresowania skarbowymi obligacjami oszczędnościowymi jest niepodważalnym faktem i nowym trendem, który może w najbliższych latach znacząco wpłynąć na sytuację na polskim rynku finansowym.

Skarbowe obligacje oszczędnościowe nabywać można w sieci sprzedaży detalicznej za pośrednictwem agenta emisji, którym jest największy bank w Polsce – PKO Bank Polski S.A., który prowadzi ich sprzedaż w ponad tysiącu placówek w całym kraju, poprzez Internet oraz telefonicznie poprzez infolinię. Ponadto w instrumenty te można inwestować za pośrednictwem Indywidualnych Kont Emerytalnych. W całym okresie analizy najważniejszym

kanalem dystrybucji skarbowych obligacji oszczędnościowych była fizyczna sieć sprzedaży w placówkach PKO Banku Polskiego, której udział stopniowo malał na rzecz Internetu (dane w tabeli 3). Jednak nawet w końcowym okresie analizy, w 2021 r. ponad 66% obligacji oszczędnościowych nabytych zostało poprzez fizyczną sieć placówek bankowych, podczas gdy udział internetowego kanału sprzedaży wynosił zaledwie około 33%. Sprzedaż telefoniczna poprzez infolinie nigdy nie odgrywała znaczącej roli w dystrybucji tych instrumentów finansowych (www3).

Tabela 3. Kanały sprzedaży oraz struktura demograficzna nabywców skarbowych obligacji oszczędnościowych (w %)

Rok	Kanały sprzedaży (w %)			Struktura demograficzna nabywców (w %)			
	Punkty sprzedaży	Internet	Telefon	Do 25 lat	25 – 35 lat	36-50 lat	Powyżej 50 lat
2010	86,6	12,8	0,6	1,2	3,6	21,7	73,5
2011	84,6	15,0	0,4	1,8	3,5	22,0	72,7
2012	81,1	18,6	0,3	2,2	3,9	20,7	73,2
2013	85,0	14,9	0,1	3,1	3,1	17,2	76,6
2014	86,4	13,5	0,2	1,9	3,2	16,3	78,6
2015	88,8	11,0	0,2	0,7	2,8	19,4	77,1
2016	88,4	11,5	0,1	0,6	3,8	18,1	77,4
2017	83,8	16,1	0,1	0,6	3,5	21,1	74,9
2018	81,6	18,4	0,0	0,6	3,4	20,6	75,4
2019	73,4	26,6	0,0	0,7	4,0	22,8	72,6
2020	64,9	35,1	0,0	0,7	4,0	24,0	71,3
2021	66,7	33,2	0,0	0,5	3,5	23,1	72,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://www.gov.pl/web/finanse/obligacje-detaliczne1>, (data dostępu 10 maja 2021).

Utrzymywanie się dominującego udziału sprzedaży skarbowych obligacji oszczędnościowych poprzez tradycyjny fizyczny kanał dystrybucji oparty o sieć placówek bankowych w świecie zdominowanym przez Internet, smartfony i technologie mobilne jest zjawiskiem zaskakującym, które częściowo tłumaczy analiza struktury demograficznej nabywców tych instrumentów finansowych. Ponad 70% skarbowych obligacji oszczędnościowych kupowanych jest przez osoby powyżej 50 roku życia. Z kolei udział osób w grupie wiekowej 36 – 50 lat w grupie nabywców tych instrumentów dłużnych kształtował się prawie w całym okresie analizy na poziomie ponad 20%. Zdecydowana dominacja osób starszych w grupie nabywców skarbowych obligacji oszczędnościowych

wych, którzy często są przyzwyczajeni i preferują korzystanie z tradycyjnych fizycznych kanałów dystrybucji produktów i usług, pozwala wyjaśnić utrzymujący się fenomen relatywnie niewielkiego udziału Internetu w sprzedaży tych papierów wartościowych.

Ponadto należy zauważyć, że do 2016 r. na inwestowanie w skarbowe obligacje oszczędnościowe decydowało się maksymalnie po kilka tysięcy Polaków miesięcznie. Począwszy od 2017 r. liczna nabywców tych instrumentów finansowych zaczęła dynamicznie rosnąć i w ostatnich latach kształtowała się przeważnie w przedziale od 20 do 35 tysięcy osób miesięcznie. Jednak mimo tego istotnego wzrostu skarbowe obligacje oszczędnościowe wciąż pozostają dość niszowym produktem finansowym. Z danych udostępnianych przez Ministerstwo Finansów wynika, że prowadzonych jest nieco ponad 210 tysięcy rachunków rejestrowych, na których deponowane są te instrumenty oraz około 36 tysięcy osób zdecydowało się zainwestować w te papiery wartościowe poprzez Indywidualne Konta Emerytalne (www1). Zdecydowana większość polskiego społeczeństwa w ogóle nie ma świadomości istnienia tego rodzaju produktów oszczędnościowych. Bardzo nieliczne gospodarstwa domowe decydują się na inwestowanie swoich nadwyżek finansowych w te instrumenty. Na koniec 2021 r. skarbowe obligacje oszczędnościowe wciąż pozostawały dość niszowym i ekskluzywnym produktem finansowym w Polsce.

Tabela 4. Zadłużenie Skarbu Państwa wobec gospodarstw domowych z tytułu emisji skarbowych obligacji oszczędnościowych (w mln zł)

Rok	Łączne zadłużenie	3 miesięczne	2 letnie	3 letnie	4 letnie	10 letnie	Pozostałe
2010	7 618,0	0,0	3 419,4	0,0	1 562,8	2 635,7	0,0
2011	7 060,0	0,0	2 312,9	0,0	1 798,4	2 948,8	0,0
2012	7 367,9	0,0	1 784,0	80,5	1 831,9	3 671,5	0,0
2013	8 634,2	0,0	1 812,4	258,6	1 848,3	3 841,7	873,1
2014	8 898,5	0,0	2 234,2	456,4	1 807,4	3 915,0	485,4
2015	10 310,4	0,0	2 791,8	534,4	1 656,2	3 972,3	1 355,7
2016	11 233,6	0,0	5 095,7	557,5	1 516,2	4 061,1	3,2
2017	15 392,0	647,2	6 339,8	568,9	3 513,2	4 303,0	19,9
2018	19 737,6	1 164,4	6 416,7	564,6	6 480,7	4 694,2	417,0
2019	27 569,0	1 411,6	7 125,8	537,4	12 217,1	5 578,9	698,1
2020	41 543,6	3 693,0	7 493,6	470,7	22 394,7	7 154,4	337,2
2021	56 857,9	5 630,1	6 794,6	464,2	33 814,7	9 539,7	614,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://www.gov.pl/web/finanse/obligacje-detaliczne1>, (data dostępu 9 maja 2021).

W całym okresie analizy zadłużenie Skarbu Państwa wobec gospodarstw domowych z tytułu emisji obligacji oszczędnościowych zwiększyło się ponad 7-krotnie, z 7,6 miliarda zł. w 2010 r., do 56,9 miliarda zł. na koniec 2021 r. Największy udział przypadają na obligacje 4-letnie: 33,8 miliarda zł, co stanowiło 59,5% całego zadłużenia z tytułu emisji skarbowych obligacji oszczędnościowych, a następnie na papiery wartościowe o 10-letnim terminie zapadalności: 9,5 miliarda zł, tj. 16,8% zadłużenia, obligacje 2-letnie: 6,8 miliarda zł, 12% całego zadłużenia oraz na instrumenty 3-miesięczne: 5,6 miliarda zł, 9,9% zadłużenia (dane w tabelach 4 i 5). Wartość zobowiązań z tytułu emisji pozostałych obligacji oszczędnościowych oraz ich udział w całkowitym zadłużeniu kształtowały się na zdecydowanie niższych poziomach.

Tabela 5. Struktura zadłużenia Skarbu Państwa wobec gospodarstw domowych z tytułu emisji skarbowych obligacji oszczędnościowych

Rok	Łączne zadłużenie (w mln zł)	3 miesięczne (w %)	2 letnie (w %)	3 letnie (w %)	4 letnie (w %)	10 letnie (w %)	Pozostałe (w %)
2010	7 618,0	0,0	44,9	0,0	20,5	34,6	0,0
2011	7 060,0	0,0	32,8	0,0	25,5	41,8	0,0
2012	7 367,9	0,0	24,2	1,1	24,9	49,8	0,0
2013	8 634,2	0,0	21,0	3,0	21,4	44,5	10,1
2014	8 898,5	0,0	25,1	5,1	20,3	44,0	5,5
2015	10 310,4	0,0	27,1	5,2	16,1	38,5	13,1
2016	11 233,6	0,0	45,4	5,0	13,5	36,2	0,0
2017	15 392,0	4,2	41,2	3,7	22,8	28,0	0,1
2018	19 737,6	5,9	32,5	2,9	32,8	23,8	2,1
2019	27 569,0	5,1	25,8	1,9	44,3	20,2	2,5
2020	41 543,6	8,9	18,0	1,1	53,9	17,2	0,8
2021	56 857,9	9,9	12,0	0,8	59,5	16,8	1,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <https://www.gov.pl/web/finanse/obligacje-detaliczne1>, (data dostępu 10 maja 2021).

3. UDZIAŁ SKARBOWYCH OBLIGACJI OSZCZĘDNOŚCIOWYCH W AKTYWACH FINANSOWYCH GOSPODARSTW DOMOWYCH W POLSCE

Narodowy Bank Polski opracowuje zgodnie z wymogami Europejskiego Banku Centralnego kwartalne i roczne rachunki finansowe, w których prezentuje aktywa i zobowiązania poszczególnych grup podmiotów krajowych

oraz nierezydentów, w podziale na różne rodzaje instrumentów. Obejmują one zestawienia danych bilansowych oraz informacje o przeprowadzanych transakcjach. Najważniejszymi kategoriami aktywów gospodarstw domowych są:

- depozyty,
- gotówka,
- akcje notowane i nienotowane,
- pozostałe udziały kapitałowe,
- produkty emerytalne,
- jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych,
- pozostałe, do który zalicza się mi.: dłużne papiery wartościowe, kredyty i pożyczki, produkty ubezpieczeniowe oraz instrumenty pochodne.

Zgodnie ze stosowaną metodologią skarbowe obligacje oszczędnościowe klasyfikowane są do kategorii kredytów i pożyczek. W okresie analizy wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych wzrosła z 1,2 biliona zł. w 2010 r. do 2,8 biliona zł. na koniec 2021 r. Składały się one: w 38% z depozytów, w 12% pozostałych udziałów kapitałowych, w 11,9% gotówki, w 9% akcji notowanych i nienotowanych, w 8,2% produktów emerytalnych, w 5,3% instrumentów funduszy inwestycyjnych oraz w 14,9% z pozostałych kategorii, do których zalicza się mi. skarbowe obligacje oszczędnościowe (dane w tabeli 6).

Tabela 6. Aktywa finansowe gospodarstw domowych (dane w mln zł)

Rok	Łączne aktywa finansowe	Depozyty	Gotówka	Akcje	Pozostałe udziały kapitałowe	Fundusze inwestycyjne	Produkty emerytalne	Pozostałe
2010	1 194 803	430 798	87 657	108 684	137 123	70 152	229 703	130 686
2011	1 282 043	487 134	97 522	108 684	171 413	58 699	233 558	125 033
2012	1 417 999	526 379	98 330	104 935	182 087	67 753	280 915	157 600
2013	1 516 205	559 447	110 204	111 848	196 116	85 442	312 563	140 585
2014	1 642 980	611 306	125 855	99 852	240 530	97 406	164 358	303 673
2015	1 767 593	667 902	145 349	92 589	287 428	104 824	157 436	312 065
2016	1 930 858	729 755	169 683	132 146	286 991	115 240	172 545	324 498
2017	2 010 931	756 870	179 202	164 079	231 885	133 830	201 362	343 703
2018	2 132 934	831 688	198 537	192 910	256 391	115 196	181 458	356 754
2019	2 251 334	910 592	219 113	157 881	271 058	134 231	183 125	375 334
2020	2 571 189	1 006 338	300 935	208 439	342 696	133 897	183 493	395 391
2021	2 801 625	1 072 515	334 089	253 913	345 911	147 645	230 072	417 480

Źródło: opracowanie własne na podstawie: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/krf.html oraz <https://www.gov.pl/web/finanse/zadluzenie> (data dostępu: 16 maja 2021 r.).

Udział skarbowych obligacji oszczędnościowych w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych w całym okresie analizy kształtował się na bardzo niskich poziomach, zwiększając się z zaledwie 0,64% w 2010 r. do nieco ponad 2% w końcu 2021 r. (dane w tabeli 7). Relacja skarbowych obligacji oszczędnościowych: do depozytów wzrosła z 1,8% do 5,3%, do gotówki zwiększyła się z 8,7% do 17%, do akcji wzrosła z 7% do 22,4%, do pozostałych udziałów kapitałowych zwiększyła się z 5,6% do 16,4%, do instrumentów funduszy inwestycyjnych wzrosła z 10,9% do 38,5%, do produktów emerytalnych zwiększyła się z 3,3% do 24,7%. Analiza przeprowadzonych danych jednoznacznie pokazuje bardzo dynamiczny rozwój rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych w Polsce w ciągu ostatnich kilkunastu lat. Jednak instrumenty te wciąż nie odgrywają znaczącej roli na rynku finansowym w naszym kraju, a ich udział w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych kształtuje się na niewielkim poziomie. Należy jednak zauważyć, że sytuacja ta dość szybko się zmienia, czego potwierdzeniem jest kilkakrotny wzrost relacji pomiędzy obligacjami oszczędnościowymi, a wszystkimi badanymi kategoriami aktywów finansowych gospodarstw domowych. Dalsza rola i znaczenie skarbowych obligacji oszczędnościowych na polskim rynku finansowym w najbliższych latach uzależniona będzie od prowadzonej polityki emisyjnej Ministerstwa Finansów oraz decyzji politycznych zapadających na najwyższych szczeblach władzy w naszej ojczyźnie.

Tabela 7. Udział skarbowych obligacji oszczędnościowych w aktywach finansowych gospodarstw domowych (w %)

Rok	Obligacje do łącznych aktywów finansowych	Obligacje do depozytów	Obligacje do gotówki	Obligacje do akcji	Obligacje do pozostałych udziałów kapitałowych	Obligacje do funduszy inwestycyjnych	Obligacje do produktów emerytalnych
2010	0,64	1,77	8,69	7,01	5,56	10,86	3,32
2011	0,55	1,45	7,24	6,50	4,12	12,03	3,02
2012	0,52	1,40	7,49	7,02	4,05	10,87	2,62
2013	0,57	1,54	7,83	7,72	4,40	10,11	2,76
2014	0,54	1,46	7,07	8,91	3,70	9,14	5,41
2015	0,58	1,54	7,09	11,14	3,59	9,84	6,55
2016	0,58	1,54	6,62	8,50	3,91	9,75	6,51
2017	0,77	2,03	8,59	9,38	6,64	11,50	7,64
2018	0,93	2,37	9,94	10,23	7,70	17,13	10,88

2019	1,22	3,03	12,58	17,46	10,17	20,54	15,05
2020	1,62	4,13	13,80	19,93	12,12	31,03	22,64
2021	2,03	5,30	17,02	22,39	16,44	38,51	24,71

Źródło: opracowanie własne na podstawie: https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/krf.html oraz <https://www.gov.pl/web/finanse/zadluzenie> (data dostępu: 16 maja 2021 r.).

PODSUMOWANIE

W latach 2010 – 2021 na rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych w Polsce dokonały się daleko idące zmiany ilościowe, wartościowe oraz jakościowe. Ministerstwo Finansów znacząco poszerzyło i uatrakcyjniło ofertę instrumentów tego typu, których nabywcami w ponad 99% były krajowe gospodarstwa domowe. W konsekwencji nastąpił ilościowy i wartościowy rozwój tego rynku. Znacząco zwiększyła się zarówno liczba nabywców skarbowych obligacji oszczędnościowych oraz wartość środków pozyskiwanych przez emitenta tych instrumentów, która w ostatnim roku objętym badaniem przekroczyła 43 miliardy zł. W okresie analizy zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu emisji skarbowych obligacji oszczędnościowych zwiększyło się ponad 7-krotnie, wynosząc na koniec grudnia 2021 r. 56,9 miliarda zł. W ostatnich latach instrumenty te stały się znaczącym źródłem finansowania deficytów budżetowych oraz potrzeb pożyczkowych państwa, wynikających z konieczności refinansowania oraz wzrostu wartości długu publicznego.

Dalszy dynamiczny rozwój rynku skarbowych obligacji oszczędnościowych może przyczyniać się do wzrostu konkurencji w całym systemie finansowym w Polsce, stwarzając gospodarstwom domowym coraz szerszą realną alternatywę na bezpieczne lokowanie swoich nadwyżek finansowych w lepiej oprocentowane i elastyczniejsze papiery wartościowe w porównaniu do produktów oferowanych przez sektor bankowy. Autor uważa, że Ministerstwo Finansów będące emitentem tych instrumentów powinno dbać o kontynuację tych trendów w przyszłości. Ułatwi i poszerzy to bezpośrednie finansowanie potrzeb pożyczkowych państwa na rynku krajowym oraz zwiększy presję konkurencyjną i rywalizację o oszczędności ludności, z korzyścią dla sektora gospodarstw domowych w Polsce, co w sumie nie leży w interesie większości pośredników finansowych, a zwłaszcza sektora bankowego, który nie jest zainteresowany takim rozwojem sytuacji.

Literatura

Monografie:

Abel A. (1986). *The collected papers of Franco Modigliani. The life cycle hypothesis of saving*. The MIT PRESS, Chicago.

Keynes J.M. (2003). *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*. PWN, Warszawa.

Kulpaka P. (2013). *Oszczędności, konsumpcja i dochody rozporządzalne gospodarstw domowych w wybranych krajach rozwiniętych i po transformacji ustrojowej*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa.

Liberda B. (2000). *Oszczędzanie w gospodarce polskiej. Teorie i fakty*. Belona, Warszawa.

Friedman M. (1957). *A theory of the consumption function*. National Bureau of Economic Research, Princeton University Press, Princeton.

Artykuły w czasopismach:

Dougall H.E. (1953). Savings bonds in personal investment programs (discussion). *Journal of Finance*, vol. 8, issue 2. doi: 10.2307/2976345

Ofiarski Z. (2019). Issuing of savings treasury bonds In the year 2015 – 2018 and their impact on public debt – legal and financial aspects. *Problemy Zarządzania – Management Issues*, vol. 17, issue 3. doi: 10.7172/1644-9584.83.5

Pozycje internetowe:

(www1) <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Obligacje-oszczednosciowe-Skarbu-Panstwa-wrocily-do-lask-Polakow-8297612.html>

(www2) https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/statystyka/pieniezna_i_bankowa/krf.html

(www3) <https://www.obligacjeskarbowe.pl/>

(www4) <https://www.gov.pl/web/finanse/obligacje-detaliczne1>

(www5) <https://www.gov.pl/web/finanse/zadluzenie>

Raporty i inne dokumenty:

Raport roczny. Dług publiczny 2020 (2021, lipiec). Ministerstwo Finansów. <https://www.gov.pl/web/finanse/raporty-roczne2>.