

OKI: silny impuls dla rynku kapitałowego

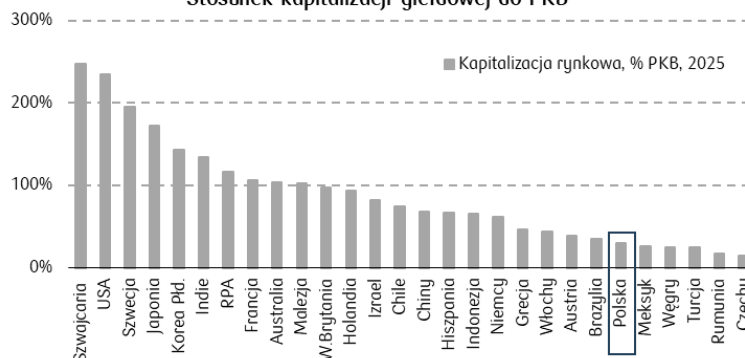
Ustawa o osobistych kontach inwestycyjnych (OKI, [link](#)) oczekuje już jedynie na podpis prezydenta i ma wejść w życie 1 stycznia 2027 r. Jej celem jest pogłębienie polskiego rynku kapitałowego – w latach 2027-2030 szacujemy, że łączny napływ kapitału na krajowy rynek akcji wyniesie ponad 23 mld PLN (lub 15 mld PLN netto). W niniejszym raporcie analizujemy szersze implikacje gospodarcze związane z OKI, doprecyzowujemy nasze prognozy przepływów kapitałowych oraz aktualizujemy prognozę dotyczącą napływu środków instytucjonalnych na polski rynek akcji (poprzednie prognozy: [link](#)).

W scenariuszu bazowym spodziewamy się, że w ciągu pierwszych dwóch lat obowiązywania ustawy powstawać będzie rocznie 0,8 mln nowych OKI, generując w 2031 roczny napływ środków w wysokości około 40 mld PLN (około 0,8% PKB). Według naszych szacunków przełoży się to na 13 mld PLN bezpośrednich i pośrednich inwestycji kapitałowych rocznie, z czego 9 mld PLN (75%) zostanie przeznaczona na akcje spółek krajowych. Wraz z napływem środków z dotychczasowych długoterminowych programów oszczędnościowych (IKE, IKZE, PPE i PPK), które według naszych prognoz wniosą w 2031 r. na lokalny rynek akcji blisko 13 mld PLN, powinny one z nawiązką zrównoważyć spodziewane odpływy z drugiego filara systemu emerytalnego (<5 mld PLN).

Celem OKI jest zaradzenie jednej z głównych słabości strukturalnych polskiego rynku kapitałowego, czyli nadmiernej koncentracji oszczędności gospodarstw domowych w aktywach niskiego ryzyka. Oczekujemy, że w piątym roku alokacje w akcje przepływów z OKI przekroczą 30%, tym samym podwyższając udział akcji w oszczędnościach finansowych gospodarstw domowych o 1 pkt. proc. Z czasem OKI powinny zapoczątkować pozytywny cykl pogłębienia rynku kapitałowego, poprawy płynności, zmniejszenia zależności od kapitału zagranicznego i zintensyfikowania inwestycji, co ostatecznie przyspieszy wzrost gospodarczy. To szerszy cel rozwoju rynku kapitałowego, który znajduje uzasadnienie w wynikach badań naukowych, wskazujących na związek między dobrze rozwiniętymi systemami finansowymi – zarówno bankami, jak i rynkami kapitałowymi – a silniejszym wzrostem gospodarczym.

Co ważne, polskie gospodarstwa domowe zaczęły już niwelować różnicę poziomu oszczędności w stosunku do Europy Zachodniej. Stopa oszczędności gospodarstw domowych wzrosła z 10-letniej średniej na poziomie 6,5% dochodu rozporządzalnego do 9% w 2025 r. (oraz 9,6% w I kwartale 2026 r.), podczas gdy roczne nabycia aktywów finansowych sięgnęły 7% PKB, dzięki popytowi na fundusze inwestycyjne. Te tendencje przyspieszyły w 1 poł. 2026 r., co skłoniło nas do podwyższenia prognozy dotyczącej przepływów środków instytucjonalnych. Wprowadzenie OKI powinno wzmocnić obserwowany trend, ponieważ struktura podatku liniowego tworzy silniejsze zachęty do lokowania oszczędności w aktywach o wyższej stopie zwrotu, zwłaszcza w akcjach.

Stosunek kapitalizacji giełdowej do PKB



Źródła: Bloomberg, IMF, BM PKO BP

Publication date

06 sierpnia 2026, 08:20

Analitik

Jaromir Szortyka
+48 883 370 529
jaromir.szortyka@pkobp.pl

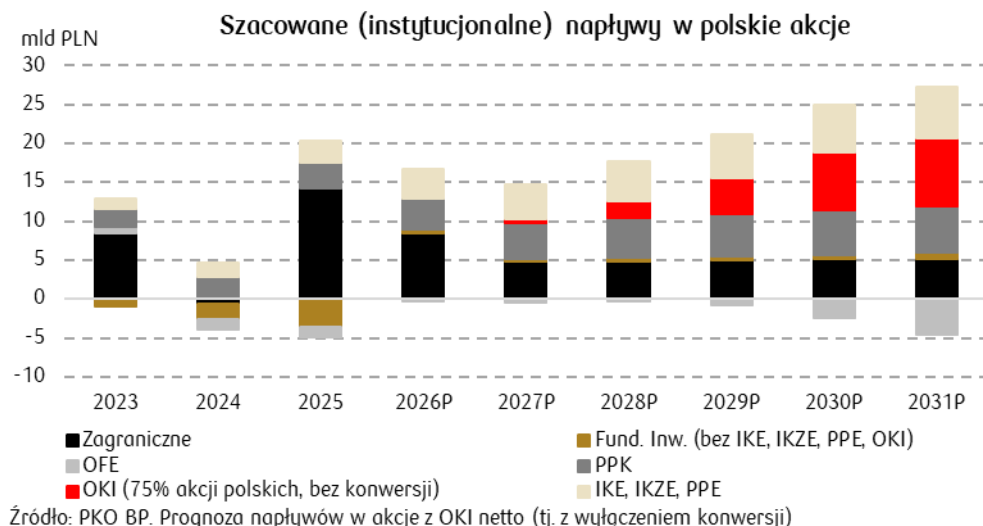
Robert Brzoza
+48 696 406 592
robert.brzoza@pkobp.pl

Adres:

BM PKO BP
ul. Świętokrzyska 36
00-116 Warszawa

Aktualizujemy nasze prognozy dotyczące instytucjonalnych przepływów kapitałowych.

- Podnosimy prognozy na rok 2026P w związku z większym niż oczekiwano napływem środków w I poł. 2026 r. ([link](#)).
- Spodziewamy się, że struktury inwestycyjne oferujące korzyści podatkowe, w tym OKI, staną się w przyszłości głównym źródłem napływu kapitału.
- Do 2030P r. zakładamy skumulowane napływy z OKI w polskie akcje na poziomie 23 mld PLN brutto oraz 15 mld PLN netto.



Instytucjonalne przepływy akcyjne (mld PLN)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Zagraniczne	8,5	-0,6	14,2	8,5	4,9	4,9	5,0	5,1	5,2
Fundusze inw. bez IKE, IKZE, PPE, OKI	-0,9	-2,0	-3,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,6	0,8
IKE, IKZE, PPE	1,3	1,8	2,8	3,8	4,4	5,1	5,7	6,2	6,7
PPK	2,2	2,9	3,3	4,1	4,6	5,2	5,5	5,7	5,9
OFE	0,8	-1,3	-1,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,8	-2,5	-4,6
OKI (75% w akcjach polskich, bez konwersji)					0,5	2,0	4,5	7,4	8,8
Zakładany udział konwersji w przepływach OKI					75%	60%	30%	20%	10%

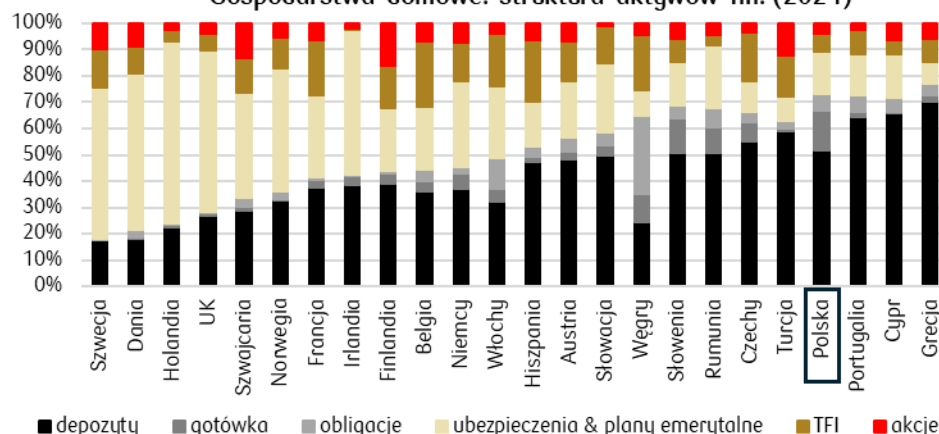
Źródło: Eurostat, BM PKO BP.

Uwaga: konwersje do OKI z rachunków maklerskich nie są uwzględnione, ponieważ z definicji nie są przepływem instytucjonalnym.

Podtrzymujemy również pozytywne długoterminowe prognozy dotyczące alokacji aktywów finansowych gospodarstw domowych.

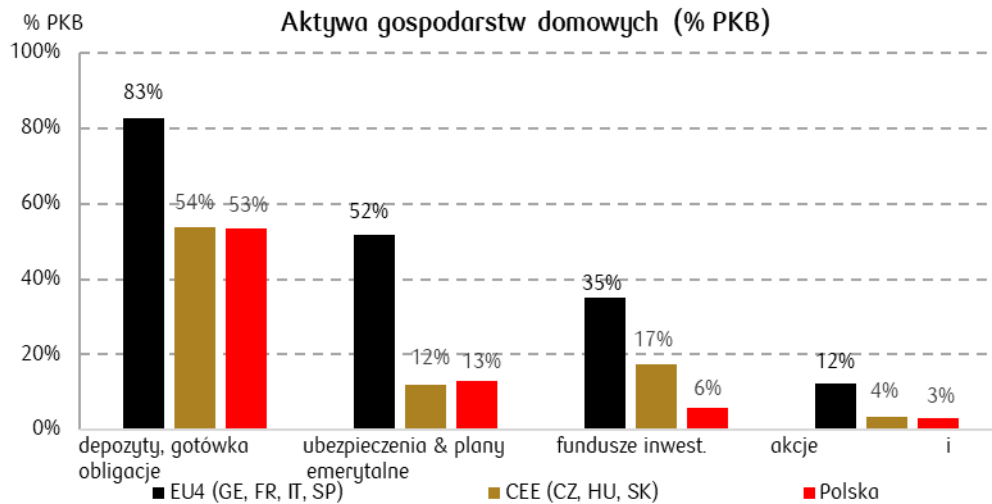
- Produkty związane z rynkiem kapitałowym (akcje, fundusze inwestycyjne, produkty emerytalne i ubezpieczeniowe) stanowią 27% aktywów finansowych gospodarstw domowych w Polsce, a w strefie euro 56% (z wyłączeniem akcji w rękach prywatnych).
- Ich łączna wartość wynosi w przypadku Polski zaledwie 22% PKB, podczas gdy w strefie euro prawie 100% PKB.
- Z kolei środki pieniężne i lokaty stanowią 67% aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych (co odpowiada 53% PKB), w porównaniu z 40% w strefie euro (około 75% PKB).
- Bezpośrednie i pośrednie inwestycje w akcje stanowią zaledwie ok. 5% aktywów finansowych gospodarstw domowych, co wskazuje na znaczny potencjał dalszej realokacji środków na korzyść akcji.

Gospodarstwa domowe: struktura aktywów fin. (2024)



Źródła: Eurostat, PKO BP. Dane dla Francji skorygowane o produkty typu unit-linked

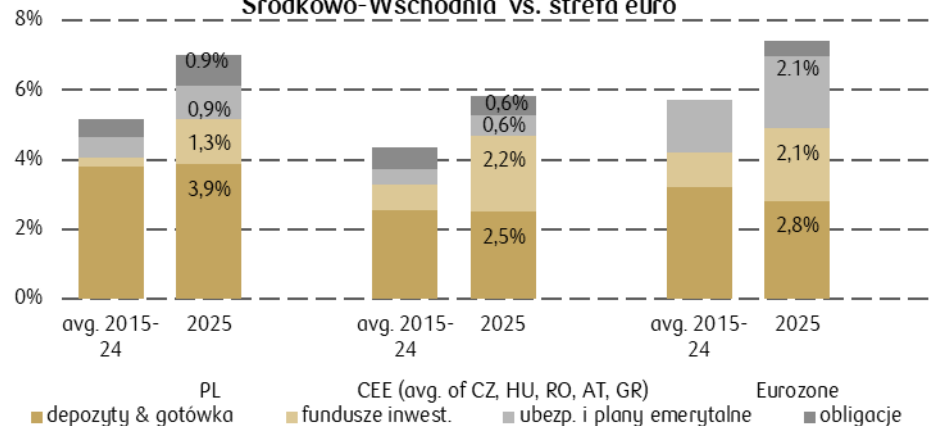
Aktywa gospodarstw domowych (% PKB)



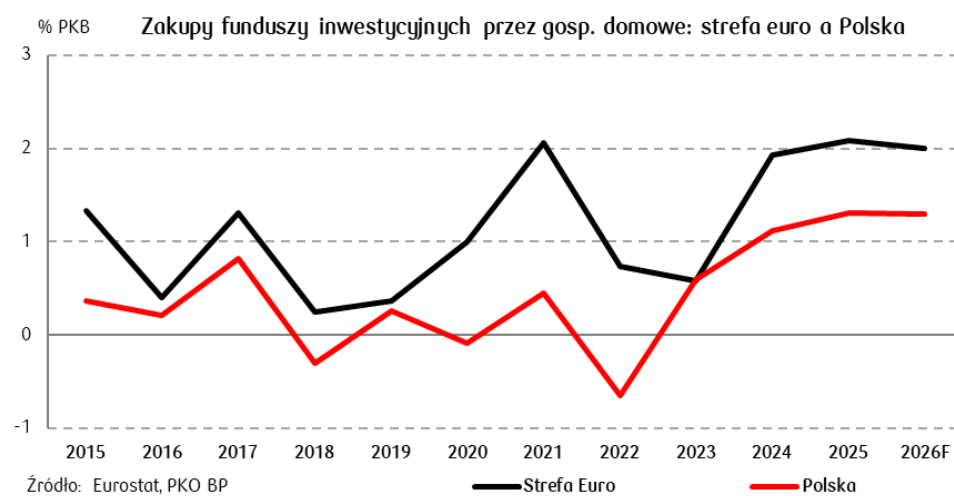
Źródło: Eurostat, BM PKO BP. Dane dla Francji skorygowane o inwestycje typu unit-linked

Ostatnia poprawa wskaźnika oszczędności gospodarstw domowych w Polsce wynikała przede wszystkim z rosnącego popytu na produkty rynku kapitałowego, a zwłaszcza fundusze inwestycyjne.

Roczne przepływy oszczędności fin. (% PKB): Polska vs. Europa
Środkowo-Wschodnia vs. strefa euro



Źródło: Eurostat, BM PKO BP



OKI: Nowe narzędzie do pozyskiwania kapitału – oszczędności rynkowe

Zamierzonym celem indywidualnych kont inwestycyjnych (OKI) jest **mobilizacja oszczędności gospodarstw domowych** i przekierowanie ich do realnej gospodarki, aby wesprzeć finansowanie przedsiębiorstw i inwestycje. Według Ministerstwa Finansów ograniczony udział gospodarstw domowych w rynkach kapitałowych pozostaje kluczowym ograniczeniem strukturalnym hamującym rozwój gospodarczy Polski. W 2025 r. kapitalizacja rynkowa spółek notowanych na GPW wyniosła zaledwie 31% PKB w porównaniu do 63% w całej Unii Europejskiej. W krajach o podobnych modelach finansowania – takich jak Niemcy i Hiszpania – wskaźnik ten wynosi ok. 65%, co wskazuje na ograniczoną rolę, jaką rynki kapitałowe odgrywają w polskich inwestycjach.

Niski poziom uczestnictwa indywidualnego

Poziom indywidualnego uczestnictwa jest nadal dość skromny. Wskaźnik posiadania rachunków maklerskich wśród osób zatrudnionych wynosi około 15% (na koniec 2025 r.) – po latach utrzymywania się poniżej 10% – a odsetek rachunków w funduszach inwestycyjnych sięga ok. 16%. Z kolei na dojrzałych rynkach UE średni wskaźnik penetracji usług maklerskich wynosi około 26%, a uczestnictwo w funduszach inwestycyjnych – 32%. Kraje o długiej tradycji inwestycji kapitałowych, takie jak Szwecja i Wielka Brytania, odnotowują znacznie wyższe wskaźniki uczestnictwa (odpowiednio ok. 90% i 50%), czemu sprzyjają programy inwestycji indywidualnych z ulgami podatkowymi, które wprowadzono kilkadziesiąt lat temu.

Główne składowe sukcesu

Doświadczenia międzynarodowe wskazują na trzy główne czynniki powodzenia tego rodzaju programów:

- **Prostota i elastyczność** – struktura parasolowa zapewnia szeroki wybór inwestycji oraz możliwość wypłaty środków w dowolnym momencie.
- **Znaczące zachęty podatkowe** – zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych do kwoty 100 tys. PLN, z podatkiem liniowym powyżej tego progu.
- **Intensywna promocja** – zaplanowana kampania marketingowa, potencjalnie wspierana przez wydarzenia rynkowe, jak np. prywatyzacje czy szeroko zakrojone pierwsze oferty publiczne.

Na rynkach odnoszących największe sukcesy roczny napływ środków z podobnych programów oszczędnościowych sięga ok. 1,5% PKB, z czego zwykle 70–80% przeznaczanych jest na akcje. Dalsze czynniki wpływające na napływ środków to m.in. limity inwestycyjne, konkurencyjne produkty oszczędnościowe objęte ulgami podatkowymi, stopień złożoności przepisów, wymogi dotyczące okresu trzymania inwestycji oraz koszty produktów. W przypadku programu OKI, biorąc pod uwagę niski poziom początkowy (penetracja rynku akcji wśród polskich gospodarstw domowych), zakładamy, że w ciągu 5–6 lat napływ środków sięgnie 0,8% PKB, z czego ponad 30% (z nowych środków) zostanie przeznaczony na akcje.

Struktura produktu i opodatkowanie OKI

- **Płynność:** Inwestorzy mogą wpłacać środki na OKI i je wypłacać w dowolnym czasie.
- **Brak opodatkowania do 100 tys. PLN:** Aktywa na koncie korzystałyby z pełnego zwolnienia z podatku od zysków kapitałowych do kwoty 100 tys. PLN (w przypadku aktywów denominowanych w PLN), w tym do kwoty 25 tys. PLN zainwestowanych w instrumenty o niskim ryzyku, takie jak lokaty bankowe lub obligacje skarbowe.
- **Opodatkowanie powyżej 100 tys. PLN:** Aktywa o wartości przekraczającej próg 100 tys. PLN, a także aktywa w walutach obcych podlegałyby **rocznemu podatkowi liniowemu od aktywów**. Stawka podatku wynosi równowartość 19% pomnożoną przez stopę referencyjną NBP obowiązującą na koniec października poprzedzającego roku. Na rok 2027 została ona wstępnie ustalona na poziomie 0,85%.
- **Wymóg dotyczący „polskości” instrumentów:** Zwolnienie podatkowe (do progu 100 tys. PLN) dotyczy wyłącznie kwalifikowanych instrumentów spełniających wymóg „polskości”. Do instrumentów kwalifikowanych zaliczają się obligacje **denominowane w PLN**, akcje wyemitowane przez spółki z kapitałem zakładowym **denominowanym w PLN** oraz fundusze inwestycyjne, których portfele składają się w co najmniej 70% z instrumentów kwalifikowanych.
- **Indeksacja progu:** Od 2030 r. próg zwolnienia z opodatkowania ustalony na poziomie 100 tys. PLN będzie indeksowany według wskaźnika inflacji.
- **Struktura konta:** System miałby funkcjonować w oparciu o **model rachunku parasolowego**, który umożliwiał inwestorom trzymanie funduszy, funduszy ETF, depozytów oraz innych instrumentów kwalifikowanych (z

wyłączeniem instrumentów pochodnych i kryptowalut) w ramach jednego rachunku i wspólnego podglądu portfela.

- **Ocena odpowiedności:** Instytucje finansowe będą zobowiązane do oceny, czy dana inwestycja jest odpowiednia dla inwestora zgodnie z wytycznymi Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) oraz ramami regulacyjnymi MiFID II.

OKI – Indywidualne Konta Oszczędnościowe

DO 100 TYS. PLN AKTYWÓW CAŁKOWICIE BEZ PODATKU		POWYŻEJ 100 TYS. PLN AKTYWÓW PODATEK OD AKTYWÓW	
DO 25 TYS. PLN	Produkty oszczędnościowe niskiego ryzyka	Podatek od AKTYWÓW POWYŻEJ 100 tys. PLN (zamiast podatku od zysków kapitałowych)	
	• Lokaty bankowe • Polskie obligacje skarbowe • Bony skarbowe • Jednostki funduszy (70% bezpiecznych aktywów w zarządzaniu)	Rozszerzony zakres aktywów	Liniowa stawka od aktywów
DO 100 TYS. PLN (łącznie)	Produkty inwestycyjne wyższego ryzyka		
	• Pozostałe obligacje • Listy zastawne • Jednostki funduszy • Akcje krajowe (kapitał zakładowy w PLN)	• Akcje zagraniczne • Obligacje globalne	Zastępuje 19% podatek Belki niską roczną opłatą od aktywów (~0.85%)

Odpowiednie przepisy zostały już przyjęte przez parlament (ostatnio przez Senat 22 lipca, [link](#)). Ustawa czeka teraz na podpis prezydenta, a termin jej podpisania upływa 13 sierpnia. Nowe ramy prawne mają wejść w życie 1 stycznia 2027 r.

OKI: Pozytywny katalizator rynków kapitałowych

Wprowadzenie OKI powinno dać spory impuls polskiemu rynkowi kapitałowemu. Ministerstwo Finansów prognozuje, że do 2030 r. łączny napływ środków na polski rynek akcji wyniesie 21 mld PLN, ale oczekuje się, że wpływ OKI znacznie wykroczy poza rozwój rynku kapitałowego. Coraz więcej badań naukowych wskazuje, że bardziej rozbudowane systemy finansowe – łączące dobrze rozwinięte banki i rynki kapitałowe – sprzyjają silniejszemu, długoterminowemu wzrostowi gospodarczemu.

Naszym zdaniem struktura podatkowa OKI (podatek liniowy i największe korzyści podatkowe dla inwestycji przynoszących wyższe zyski) stanowi dużą zachętę do lokowania oszczędności w aktywa obciążone wyższym ryzykiem, zwłaszcza w akcje. Biorąc pod uwagę historyczne stopy zwrotu, przy zastosowaniu 20-letniej średniej stopy zwrotu z akcji w Polsce (9%) efektywne obciążenie podatkowe byłoby ponad dwukrotnie niższe niż w przypadku obowiązującego obecnie 19-procentowego podatku od zysków kapitałowych, a przy stopach zwrotu z niemieckiego rynku akcji około trzykrotnie niższe.

Szacujemy, że w ciągu trzech lat OKI mogłoby przyciągnąć ponad 2 mln uczestników. Nasze prognozy dotyczące przepływów są bardziej optymistyczne niż szacunki Ministerstwa Finansów (poniżej 21 mld PLN do polskich akcji) – naszym zdaniem do 2030 r. łączny napływ środków brutto wyniesie blisko 31 mld PLN (włącznie z transferami aktywów) do (krajowych i zagranicznych) akcji (oraz 23 mld PLN do akcji polskich, przy założeniu ich udziału na poziomie 75%). Łączny poziom zrównoważonych przepływów w ramach OKI, w zależności od dalszego wykorzystania środków i średniej wielkości rachunku, powinien przekroczyć 40 mld PLN, czyli ponad 0,8% PKB.

Pogłębione rynki kapitałowe = silniejszy wzrost gospodarczy

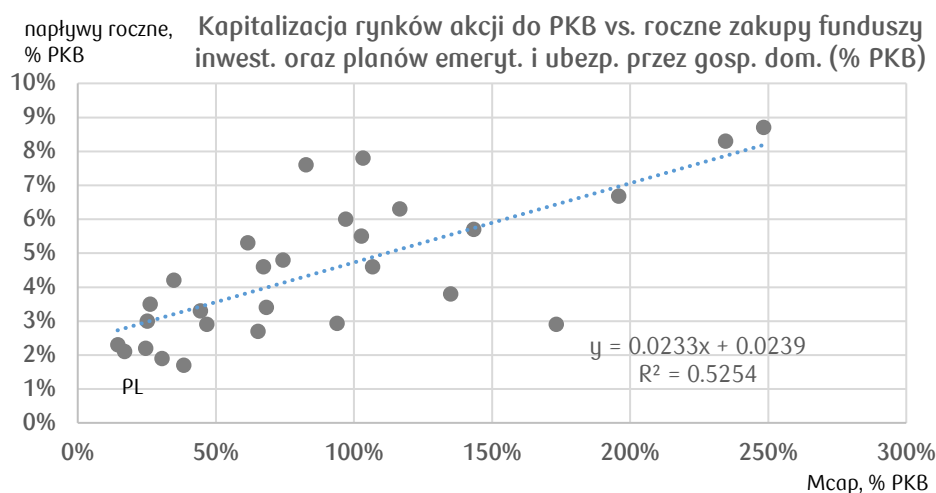
Są na to dowody naukowe. Demir (WFE, 2025) stwierdza, że wzrost wskaźnika kapitalizacji rynkowej do PKB o 10 punktów procentowych wiąże się ze wzrostem długoterminowego realnego wzrostu PKB o 0,045%. Mechanizm jest prosty – głębsze rynki kapitałowe umożliwiają skuteczniejszą mobilizację oszczędności, poprawiają alokację kapitału, przyczyniają się do dywersyfikacji ryzyka, zwiększają płynność i obniżają koszty finansowania. Jako że dostęp do kapitału od dawna kształtuje wyniki gospodarcze, konkurencyjność gospodarcza i technologiczna będzie w przyszłości w coraz większym stopniu uzależniona od dostępności i efektywności kapitału finansowego.

W innych badaniach przytoczonych przez Ministerstwo Finansów (Meh i Schmukler, 2025) podkreślono szerszy wpływ rynków kapitałowych na gospodarkę, wykazując, że emisja akcji i obligacji wiąże się z wyższym poziomem inwestycji korporacyjnych oraz zatrudnienia.

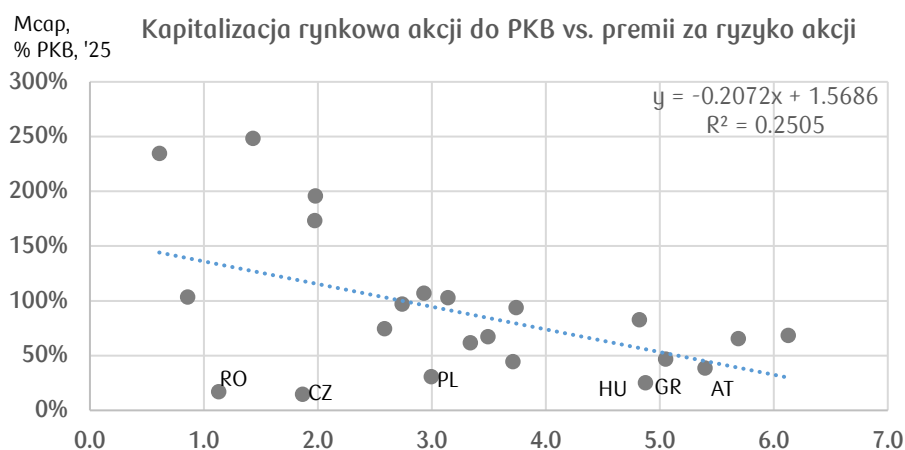
W miarę upływu czasu spadek premii za ryzyko

Nasza własna analiza prowadzi do podobnych wniosków. Kraje, w których gospodarstwa domowe kupują więcej aktywów finansowych (na co z kolei wpływa dostępność oszczędności), charakteryzują się zazwyczaj wyższym stopniem rozwoju rynków kapitałowych (oba te czynniki umacniają się wzajemnie), a głębszy rynek prowadzi zazwyczaj do niższej premii za ryzyko kapitałowe. Zwiększając stopień uczestnictwa gospodarstw domowych w rynkach finansowych program OKI powinien stopniowo prowadzić do pogłębienia polskiego rynku akcji, obniżenia kosztu kapitału własnego, wsparcia wyższych wycen przedsiębiorstw oraz poprawy warunków dla debiutów giełdowych, generując w efekcie pozytywny cykl sprzężenia zwrotnego, sprzyjający rozwojowi rynku kapitałowego.

Nasze wnioski są zatem zasadniczo zgodne z wynikami badań naukowych dotyczących związku między rozwojem pośredników finansowych – zwłaszcza funduszy emerytalnych – a głębokością rynku kapitałowego (np. Meng & Pfau, 2010).



Źródła: Eurostat, Bank Światowy, Banki Centralne, IMF, PKO BP



Źródła: Bloomberg, Bank Światowy, IMF, PKO BP. Z wyłączeniem RPA, Korei Płd., Turcji, Brazylii i Meksyku. $ERP = 1 / (Fwd P/E) - 10Y\ yld$

Premia za ryzyko akcji

Wybrane badania nad wpływem rynków kapitałowych na gospodarkę

Autor	Tytuł	Wnioski
Demir (2025)	The Role of Stock Markets in Economic Growth	10-procentowy wzrost wskaźnika kapitalizacji rynkowej do PKB wiąże się z 0,045% wzrostem wzrostu PKB
Mech, Schmukler (2025)	The Role of Capital Markets in Emerging-Market Growth	Emisja akcji i obligacji wiąże się z wyższymi inwestycjami i zatrudnieniem w firmach
Meng, Pfau (2010)	The Role of Pension Funds in Capital Market Development	Aktywa finansowe funduszy emerytalnych mają pozytywny wpływ na głębokość i płynność rynku akcji
Wurgler (1999)	Financial Markets and the Allocation of Capital	Rynki finansowe wydają się poprawiać alokację kapitału.
Levine, Zervos (1998)	Stock Markets, Banks, and Economic Growth	Płynność na giełdzie jest dobrym wskaźnikiem wzrostu gospodarczego, akumulacji kapitału i wzrostu produktywności
King, Levine (1993)	Finance and Growth	Wielkość sektora pośredników finansowych w stosunku do PKB jest powiązana z wzrostem

Źródło: PKO BP

Model przepływów w OKI: Ponad 100 mld PLN zarządzanych aktywów i 8 mld PLN napływu kapitału po trzech latach

Ograniczony wpływ na oszczędności ogółem

Zakładamy, że OKI będzie mieć umiarkowanie pozytywny wpływ na ogólny wskaźnik oszczędności gospodarstw domowych. Jest to spójne z doświadczeniami ze szwedzkiego programu „Investeringssparkonto” po 2012 r. Z kolei dane dotyczące brytyjskich indywidualnych kont oszczędnościowych (Individual Savings Accounts) wskazują, że zachęty podatkowe powodują przede wszystkim przeniesienie oszczędności z opodatkowanych lokat do instrumentów korzystnych podatkowo, nie prowadzą jednak do istotnego wzrostu całkowitej kwoty oszczędności.

Stopniowa zmiana na rzecz produktów inwestycyjnych wyższego ryzyka

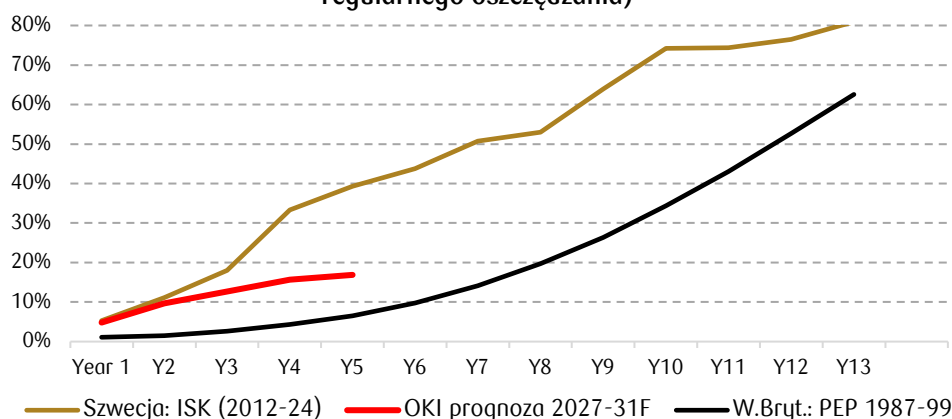
Napływ środków do tradycyjnych produktów oszczędnościowych – przede wszystkim lokat bankowych – powinien pozostać zasadniczo stabilny w ujęciu nominalnym, ale jako procent PKB stopniowo maleć. Jednocześnie fundusze inwestycyjne powinny w dalszym ciągu zyskiwać na znaczeniu, ponieważ gospodarstwa domowe dążą do wyższych zwrotów z inwestycji oraz dodatkowego zabezpieczenia emerytalnego.

Dynamika wczesnej adopcji

Spodziewamy się początkowego znacznego zainteresowania OKI, wspieranego działaniami marketingowymi. Liczbę nowych kont szacujemy na ok. 800 tys. rocznie w ciągu dwóch pierwszych lat, a następnie około 500 tys. rocznie w kolejnych dwóch latach. Jest to pochodna stosunkowo niewielkiej liczby aktualnych inwestorów – niecałe 3 mln osób aktywnie uczestniczy w rynkach kapitałowych lub posiada rachunki w funduszach inwestycyjnych, podczas gdy liczba osób zatrudnionych wynosi ponad 16 mln, a liczba emerytów – około 6,5 mln.

Naszym zdaniem tempo wykorzystania OKI będzie zależeć od działań dystrybucyjnych banków (oraz nakładów marketingowych), gotowości operacyjnej (w tym przyjaznych dla użytkownika aplikacji i przepisów minimalizujących utrudnienia administracyjne) oraz świadomości inwestorów. Jednocześnie wysoki udział rachunków bieżących o zerowym oprocentowaniu ogranicza dla wielu gospodarstw domowych bezpośrednią motywację do wyboru produktów inwestycyjnych. Nasze założenia wynikają z porównań z podobnymi programami realizowanymi w Szwecji i Wielkiej Brytanii. Spodziewamy się, że wdrożenie przebiegnie szybciej niż w Wielkiej Brytanii, gdzie realizowany wcześniej program PEP borykał się z problemami związanymi ze komplikacjami administracyjnymi i ograniczeniami regulacyjnymi (podobnie jak w przypadku stopniowego wprowadzania polskich IKE), ale wolniej niż w Szwecji, gdzie wysoce ucyfrowiony ekosystem inwestycyjny, zautomatyzowana sprawozdawczość podatkowa oraz długotrwały okres utrzymywania stóp procentowych na poziomie bliskim zeru przyspieszyły proces wdrażania. Jako że kultura inwestowania kapitałowego była zarówno w Szwecji, jak i w Wielkiej Brytanii znacznie silniejsza i głębiej zakorzeniona już przed wprowadzeniem tych programów, przewidujemy, że w Polsce OKI będą rozwijać się stopniowo w miarę rosnącej świadomości i poprawy poziomu edukacji finansowej.

**Partycypacja: prognoza OKI na tle innych programów
"regularnego oszczędzania)**



Źródło: OSR, Barclays, BM PKO BP. Penetracja = liczba rachunków/ liczba zatrudnionych

Zakładamy, że po 2030 r. program osiągnie stan równowagi, przy czym liczba nowych rachunków będzie wynosić około 200 tys. rocznie, a średnie saldo na rachunku będzie rosnąć o 10 tys. PLN rocznie. W tym scenariuszu roczny napływ środków do OKI ustabilizowałby się na poziomie >0,8% PKB, a bezpośrednie i pośrednie inwestycje kapitałowe sięgnęłyby blisko 11 mld PLN rocznie, czyli około 1/3 całkowitego napływu środków do OKI.

Początkowa alokacja

Zakładamy, że początkowo inwestorzy będą dążyć do maksymalnego wykorzystania kwoty 25 tys. PLN, przeznaczonej na inwestycje zwolnione z podatku, a więc będą wybierać aktywa o niższym ryzyku, przy jednoczesnym utrzymaniu umiarkowanej ekspozycji na akcje. Struktura nowego rozwiązania zachęca do podejmowania ryzyka, ale niektórzy inwestorzy prawdopodobnie przeniosą do OKI swoje dotychczasowe portfele, co oznacza, że ogólny napływ środków przewyższy napływ netto nowych środków na rynek kapitałowy. Wskaźnik konwersji (udział środków napływających do OKI z istniejących instrumentów inwestycyjnych) wyniesie według naszych szacunków średnio ok. 55% w ciągu pierwszych trzech lat, a następnie znacznie spadnie, kiedy inwestorzy przekształcą dotychczasowe inwestycje zgodnie ze strukturą podatkową OKI (co jest w przybliżeniu zgodne z doświadczeniami ze Szwecji czy Wielkiej Brytanii).

Wzrost wartości aktywów i ewolucja portfela

Wraz ze wzrostem średniej wartości aktywów na rachunku – która w czwartym roku sięgnie ok. 60 tys. PLN, co wciąż jest poniżej maksymalnego progu – udział aktywów niskiego ryzyka powinien stopniowo maleć, a na znaczeniu będą zyskiwać fundusze inwestycyjne i bezpośrednie inwestycje w akcje.

Udział w programie OKI będzie się prawdopodobnie ograniczać do inwestorów dysponujących wiedzą finansową, których portfele są już w większym stopniu zorientowane na akcje niż portfel przeciętnego polskiego gospodarstwa domowego. Podział alokacji w czwartym roku zakładamy w scenariuszu podstawowym następująco – 42% w bezpośrednie inwestycje w instrumenty niskiego ryzyka, 43% w fundusze inwestycyjne i ETFy oraz łączną ekspozycję na akcje na poziomie 21% (włączając w to akcje posiadane w ramach funduszy inwestycyjnych).

Szacowany wpływ na rynek

Przy takich założeniach w ciągu trzech lat aktywa OKI mogłyby przekroczyć 100 mld PLN, a roczny napływ środków wyniósłby ok. 0,8% PKB. Łączny napływ kapitału (brutto) inwestowanego w akcje sięgnąłby ok. 8 mld PLN rocznie do 2029P r. i 13 mld PLN do 2031P r., przy czym z czasem konwersje straciłyby na znaczeniu. Akcje stanowiłyby około 26% przepływów do OKI do 2030P r. i 32% do 2031P r.

	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
PKB (PLN mld)	4 400	4 576	4 759	4 949	5 147
dochód rozporządzalny	2 756	2 839	2 924	3 012	3 117
Stopa oszczędności (% dochody rozporządzalne)	10,0%	10,3%	10,6%	10,7%	10,8%
Przepływy oszczędności finansowych	276	292	310	322	337
Przepływy oszczędność (% PKB)	6,6%	6,7%	6,7%	6,9%	6,9%
Przepływy do OKI (brutto)	24,0	39,0	38,4	46,8	40,0
w tym obligacje (bezpośrednie)	20,0	20,0	12,5	12,5	5,0
w tym fundusze inwestycyjne	1,6	14,7	21,3	27,7	28,6
w tym akcje (brutto, razem)	2,6	6,8	8,7	12,4	13,0
w tym akcje krajowe (brutto, razem)	2,0	5,1	6,5	9,3	9,7
Łączny napływ krajowego kapitału OKI (netto, razem)	0,5	2,0	4,5	7,4	8,8
Całościowy udział przepływów w akcje	11%	17%	23%	26%	32%
Zakładany udział konwersji w przepływach OKI (jako % całkowitego przepływu OKI)	75%	60%	30%	20%	10%
Liczba kont OKI (tys.)	800	1 600	2 100	2 600	2 800
Średnia wartość konta (tys. PLN)	30	40	50	60	70
Skumulowane aktywa w OKI	24	64	105	156	196
alokacja w fundusze inwestycyjne	7%	26%	36%	43%	50%
alokacja w akcje (włączając fundusze)	11%	15%	18%	21%	25%

Źródło: Eurostat, BM PKO BP. Zakładamy, że 75% napływów OKI będzie zainwestowane lokalnie

Możliwy jest także bardziej optymistyczny scenariusz

W naszym scenariuszu bazowym zakładamy stopniowe – choć stosunkowo szybkie – wprowadzenie programu OKI, ze znacznym wzrostem liczby rachunków, ale przy raczej wyważonym przesunięciu nacisku na aktywa wyższego ryzyka. Z wypowiedzi kluczowych uczestników rynku wynika jednak, że budżety marketingowe i oczekiwania dotyczące wykorzystania nowego rozwiązania mogą znacznie przewyższyć nasze założenia.

Wiodące firmy maklerskie wskazują, że każda z nich mogłaby otworzyć około miliona rachunków OKI w ciągu pierwszych 24 miesięcy od wdrożenia, co oznacza, że w drugim roku ich liczba mogłaby wynieść 4 mln – w porównaniu z 1,6 mln zakładanym w naszym scenariuszem bazowym. Aktualne koszty pozyskania klientów rachunków maklerskich (które w przypadku XTB szacujemy na nawet 600 PLN na rachunek) pokazują skalę (maksymalnych) wydatków marketingowych, które mogłyby przyczynić się do osiągnięcia takiego wyniku. Niemniej jednak szybszemu wdrożeniu towarzyszyłoby prawdopodobnie obniżenie średniego salda konta.

Prognozy Ministerstwa Finansów również zakładają znacznie szybsze początkowe wykorzystanie rozwiązania OKI (dzięki szybkiej konwersji rachunków depozytowych) oraz większy napływ kapitału na wczesnym etapie. My jesteśmy bardziej ostrożni z dwóch powodów. Po pierwsze, większość lokat gospodarstw domowych znajduje się na rachunkach bieżących, na których oprocentowanie wynosi już blisko 0%, co ogranicza motywację do zmiany rachunku wyłącznie ze względów podatkowych. Po drugie, naszym zdaniem gospodarstwa domowe będą zwiększać ekspozycję na aktywa ryzykowne stopniowo (choć zaczynając z niskiego poziomu), podczas gdy ministerstwo zakłada od początku znacznie szybszą zmianę struktury przepływów na korzyść akcji.

Zwracamy uwagę na badania EBC dotyczące finansów i konsumpcji gospodarstw domowych – wynika z nich, że w Europie Środkowo-Wschodniej (średnia dla CZ, HU i GR) średni wskaźnik uczestnictwa w rynku akcji wynosi zaledwie 2,9% w porównaniu z 11,4% w strefie euro i prawdopodobnie <3% w Polsce (udział aktywnych rachunków maklerskich w populacji osób aktywnych zawodowo, z wyłączeniem zwykłych rachunków oszczędnościowych). Wskaźnik penetracji funduszy inwestycyjnych sięga średnio 4,8% w CEE, a w strefie euro 14,2%.

W porównaniu z szacunkami Ministerstwa na poziomie 21 mld PLN (napływy do polskich akcji w ciągu pierwszych 4 lat), nasze szacunki to: 30 mld PLN brutto łącznie do akcji, 23 mld PLN brutto do akcji polskich oraz 15 mld PLN netto do akcji polskich.

mld PLN	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
MinFin: przepływy kapitału do lokalnych akcji *	5,3	5,2	5,2	5,2	5,1
PKO: przepływy do lokalnych akcji (brutto)	2,0	5,1	6,5	9,3	9,7
PKO: liczba kont OKI (tys.)	800	1 600	2 100	2 600	2 800
PKO: scenariusz pozytywny - liczba OKI (tys.)	2 000	4 000	4 200	4 400	4 500

Źródła: MinFin, PKO BP. * Prognozy MinFin prawdopodobnie są „brutto” i od początku zakładają dużą alokację w akcje.

Analiza wrażliwości – czynniki sukcesu

Za pierwszy wskaźnik sukcesu uznajemy liczbę otwartych kont, ponieważ odzwierciedla ona zarówno nakłady marketingowe, jak i poziom rozpoznawalności programu w społeczeństwie. Ponadto w perspektywie średnioterminowej wartość aktywów wniesionych do programu będzie oczywiście decydować o całkowitej wielkości napływu środków, a w szczególności o tym, czy będą to przeważająco nowe środki, czy też istniejące aktywa przenoszone do nowej struktury podatkowej.

W dłuższym horyzoncie natomiast kluczowe będzie zwiększanie udziału akcji w portfelu. Uważamy, że parametr ten będzie rósł stopniowo, ale stabilnie, z czasem prowadząc do zasadniczej zmiany struktury oszczędności finansowych polskich gospodarstw domowych.

KONTAKTY

Kamil Kliszczyk	(Zastępca Dyrektora BM)	+48 667 770 837	kamil.kliszczyk@pkobp.pl
Biuro Analiz Rynkowych			
Piotr Zybała	(Dyrektor Biura, sektor budowlany, sektor deweloperski)	+48 883 370 284	piotr.zybala@pkobp.pl
Jaromir Szortyka	(banki, ubezpieczyciele, sektor finansowy)	+48 883 370 529	jaromir.szortyka@pkobp.pl
Piotr Łopaciuk	(e-commerce, sektor detaliczny)	+48 666 820 350	piotr.lopaciuk@pkobp.pl
Robert Brzoza	(banki, strategia)	+48 696 406 592	robert.brzoza@pkobp.pl
Andrzej Rembelski	(energetyka, IT)	+48 666 820 870	andrzej.rembelski@pkobp.pl
Adam Milewicz	(sektor paliwowy, sektor wydobywczy, sektor chemiczny)	+48 721 204 453	adam.milewicz@pkobp.pl
Dawid Górzynski	(sektor ochrony zdrowia, telekomunikacja)	+48 696 407 498	dawid.gorzynski@pkobp.pl
Alicja Marcinkiewicz	(przemysł)	+48 785 065 451	alicja.marcinkiewicz@pkobp.pl
Paweł Mastalerz	(sektor gier)	+48 696 408 674	pawel.mastalerz@pkobp.pl
Zespół Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz Technicznych			
Emil Łobodziński	(Doradca Inwestycyjny)	(+48 22) 521 89 13 / +48 721 200 704	emil.lobodzinski@pkobp.pl
Konrad Masłankiewicz	(analityk)	(+48 22) 521 52 04 / +48 666 823 851	konrad.maslankiewicz@pkobp.pl
Paweł Małmyga	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 65 73 / +48 785 065 547	pawel.malmyga@pkobp.pl
Przemysław Smoliński	(analiza techniczna)	(+48 22) 521 79 10 / +48 785 065 545	przemyslaw.smolinski2@pkobp.pl
Biuro Klientów Instytucjonalnych			
Krzysztof Kubacki	(head of sales trading)	(+48 22) 521 91 33 / +48 666 820 377	krzysztof.kubacki@pkobp.pl
Krzysztof Bodek	(sales trader)	(+48 22) 521 91 40 / +48 504 852 481	krzysztof.bodek@pkobp.pl
Igor Szczepaniec	(sales trader)	(+48 22) 521 65 41 / +48 887 060 866	igor.szczepaniec@pkobp.pl
Paweł Tofil	(sales trader)	(+48 22) 521 82 12 / +48 696 406 323	pawel.tofil@pkobp.pl
Szymon Kubka	(sales)	(+48 22) 521 82 10 / +48 668 833 824	szymon.kubka@pkobp.pl
Bartosz Orzechowski	(sales)	(+48 22) 521 82 14 / +48 723 674 106	bartosz.orzechowski@pkobp.pl

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

DOTYCZĄCE CHARAKTERU REKOMENDACJI ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA JEJ SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE

Niniejsza publikacja (dalej: „Publikacja”) została opracowana przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego (dalej: „BM PKO BP”), działający zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, wyłącznie na potrzeby klientów BM PKO BP.

Publikacja adresowana jest do Klientów, którzy zawarli umowę o sporządzanie analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez BM PKO BP.

Publikacja została przygotowana z zachowaniem należytej staranności i rzetelności, jednak BM PKO BP nie gwarantuje, że informacje zawarte w Publikacji są w pełni dokładne i kompletne. BM PKO BP nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszej Publikacji.

BM PKO BP informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Niniejsza Publikacja nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych.

BM PKO BP informuje, że świadczy usługę maklerską w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym, na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 7 października 2010 r. Jednocześnie BM PKO BP informuje, że przedmiotową usługę maklerską świadczy klientom zgodnie z obowiązującym „Regulaminem świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym w zakresie instrumentów finansowych przez Biuro Maklerskie PKO Banku Polskiego”, jak również umowę o świadczenie usługi w zakresie sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym przez BM PKO BP. Podmiotem sprawującym nadzór nad BM PKO BP w ramach prowadzonej działalności maklerskiej jest Komisja Nadzoru Finansowego.

Objaśnienie używanej terminologii fachowej

min (max) 52 tyg - minimum (maksimum) kursu rynkowego akcji w okresie ostatnich 52 tygodni

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej akcji i liczby akcji

EV - suma kapitalizacji i długu netto spółki

free float (%) - udział liczby akcji ogółem pomniejszonej o 5% pakiety akcji znajdujące się w posiadaniu jednego akcjonariusza i akcje własne należące do spółki, w ogólnej liczbie akcji

śr obrót/msc - średni obrót na miesiąc obliczony jako suma wartości obrotu za ostatnie 12 miesięcy podzielona przez 12

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROA - stopa zwrotu z aktywów

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej akcji i EPS

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji i wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz kapitalizacji powiększonej o dług netto spółki oraz EBITDA

marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

Zastrzeżenia

marża EBITDA - relacja sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży