

Polskie oszczędności w świecie niskich stóp procentowych

- Przy utrzymaniu przeciętnego tempa wzrostu gospodarczego Polski i UE z ostatnich 10 lat, poziom dochodów w Polsce (PKB per capita) zrównałby się ze średnim unijnym poziomem za ok. 15 lat. Wzrost zamożności będzie się przekładać na wzrost skłonności do oszczędzania oraz ubankowienia w Polsce, które wzrosło z 55,5% w 2003 r. do 81% w 2013 r., ale pozostaje poniżej przeszło 90% dla Wielkiej Brytanii i blisko 100% dla Niemiec.
- Czynnikiem ograniczającym skłonność do oszczędzania będzie spadek stóp procentowych do rekordowo niskich poziomów. Polityka „zerowych stóp procentowych” ma większe uzasadnienie w krajach o nadwyżce oszczędności (tzw. *savings glut*) i niskim wzroście PKB. Polska potrzebuje zrównoważonego podejścia do kształtowania stopy procentowej na poziomie pozwalającym na wzrost - zwłaszcza długoterminowych - oszczędności celem finansowania prorozwojowych inwestycji (wyższy udział kapitału i technologii w polskim modelu wzrostu gospodarczego).
- Czynnikiem stymulującym wzrost wartości aktywów finansowych w Polsce w środowisku niższych stóp procentowych jest akcja kredytowa i szybkie tempo kreacji pieniądza przez banki komercyjne, skutkujące wzrostem depozytów długim okresie¹.
- Efekt kreacji pieniądza w połączeniu ze wzrostem dochodu do dyspozycji gospodarstw domowych powinien przeważać nad efektem spadku stóp procentowych, skutkując wzrostem poziomu oszczędności (również w relacji do PKB), choć struktura tych oszczędności może ulec zmianie.
- Zróżnicowanie dochodów ludności w Polsce przekłada się na znaczne różnice w stopach oszczędności względem dochodu. W I grupie kwintylowej dochodu (20% ludności o najniższych dochodach) stopa oszczędności jest ujemna. Dopiero w II grupie kwintylowej wysokość dochodu gospodarstwa domowego umożliwia, po zaspokojeniu podstawowych potrzeb konsumpcyjnych, akumulację oszczędności. W V grupie kwintylowej (20% ludności o najwyższych dochodach), stopa oszczędności wynosi ok. 30%.
- Według kryterium wykształcenia najwyższą stopą oszczędności charakteryzują się gospodarstwa domowe osób z wykształceniem wyższym, a najniższą z wykształceniem podstawowym lub gimnazjalnym. Osoby z wykształceniem podstawowym gromadzą oszczędności przeważnie w gotówce (69,2%) i w bankach (39,1%). Osoby z wykształceniem średnim inwestują w fundusze, waluty, akcje i obligacje, ale odsetek lokujących środki w tego typu instrumenty wśród osób z wykształceniem wyższym jest kilka razy większy.
- Czynnikiem istotnie wpływającym na stopę oszczędności jest demografia, ponieważ skłonność i zdolność do oszczędzania zmienia się wraz z cyklem życia. Stopa oszczędności jest nieznacznie ujemna dla osób w wieku 19-24

Główny Ekonomista

Radosław Bodys
radoslaw.bodys@pkobp.pl
tel. 22 521 80 84

Zespół Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

Piotr Bujak
Starszy Ekonomista,
Kierownik Zespołu
tel. 22 521 81 34

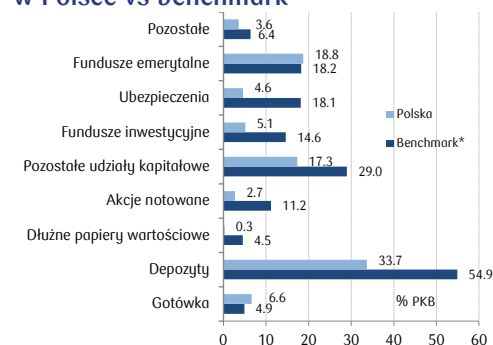
Kamil Cisowski
Ekonomista (ceny, zagranica)
tel. 22 521 68 64

Michał Rot
Ekonomista (sfera realna)
tel. 22 580 34 22

Karolina Sędzimir
Ekonomista (rynek pracy)
tel. 22 521 81 28

Marcin Czaplicki
Stażysta

Wielkość i struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych w Polsce vs benchmark*



Źródło: NBP, Bundesbank, Eurostat, Fed, PKO Bank Polski. *mediana relacji dla krajów wchodzących w skład benchmarku (Czechy, Francja, Hiszpania, Niemcy, Szwecja, USA).

¹ Wbrew powszechnej opinii w nowoczesnej gospodarce to „kredyt tworzy depozyt”, a nie odwrotnie. Por m.in. „Money creation in the modern economy”, Bank of England Quarterly Bulletin 2014Q1.

lata, a następnie zaczyna rosnąć do osiągnięcia przez nie wieku ok. 35 lat. Dla osób pomiędzy 35 a 55 rokiem życia pozostaje ona wysoka i względnie stabilna, a po 55 roku życia gwałtownie spada. Po 60 roku życia przeciętni badani wydają więcej niż wynosi ich dochód, konsumując oszczędności nagromadzone we wcześniejszym okresie.

- Profil zależności stopy oszczędności od wieku oznacza, że zmiany demograficzne (szybki proces starzenia się społeczeństwa) mogą istotnie wpływać na ogólną stopę oszczędności w gospodarce. Bez upowszechnienia dobrowolnych oszczędności na cele emerytalne (wzrostu stopy oszczędności osób w wieku produkcyjnym), wzrost udziału osób w wieku emerytalnym (charakteryzujących się ujemną stopą oszczędzania) będzie działał w kierunku obniżenia ogólnej stopy oszczędności.
- W strukturze oszczędności polskich gospodarstw domowych dominują depozyty (36,4% oszczędności ogółem, 45,6% z wyłączeniem OFE), podczas gdy oszczędności ulokowane w funduszach inwestycyjnych stanowią jedynie 5,5% (6,9%), a w akcjach 3,0% (3,7%) – znacznie poniżej poziomów obserwowanych w strefie euro (odpowiednio: 8,7% i 7,9%).
- Z badania *Diagnoza Społeczna* wynika, że 65,5% gospodarstw przynajmniej część oszczędności lokuje w bankach, podczas gdy w funduszach inwestycyjnych, akcjach i obligacjach oszczędności lokują niemal wyłącznie członkowie gospodarstw o miesięcznym dochodzie powyżej 3000 zł netto/osobę.
- Wyniki *Diagnozy Społecznej* wskazują, że cele, na jakie oszczędzano, nie zmieniły się istotnie w ostatnich latach. Najczęstszym powodem gromadzenia oszczędności jest „rezerwa na sytuacje losowe” (67%). Relatywnie często wskazywano również zabezpieczenie na starość (35%) oraz wydatki konsumpcyjne (34%).
- Według badania TNS dla Związku Banków Polskich (2014) oszczędzanie nie jest mocną stroną Polaków, gdyż 58% badanych twierdzi, że należy oszczędzać, ale tylko wtedy, gdy nie wiąże się to z wyrzeczeniami, a jedynie 30% respondentów uważa, że zawsze należy odkładać pewną część dochodów niezależnie od tego, czy zarabia się mało czy dużo. Przeświadczenie, że warto oszczędzać jest jedynie deklaratywne, ponieważ niewielu Polaków posiada nawyk systematycznego oszczędzania (por. dalej) - przy dominacji skłonności do bieżącej konsumpcji - i oszczędności powstają najczęściej jako „pozostałość” po procesie konsumpcji, a nie jako efekt celowych i świadomych działań. Systematyczne oszczędzanie w każdym miesiącu deklaruje jedynie 2% osób, kolejnym 16% badanych udaje się odkładać pewne sumy w miarę regularnie, 34% respondentów od czasu do czasu udaje się coś zaoszczędzić, a aż 42% pytanym przeznaczają wszystkie dochody na bieżące potrzeby. Wyniki badania TNS wskazują, że: (a) 60% Polaków nic nie oszczędza na cele długoterminowe, (b) 45% badanych nie potrafi regularnie odkładać pieniędzy, (c) a 53% społeczeństwa w ogóle nie interesuje się sposobami oszczędzania. Wśród badanych panuje przekonanie, że łatwiej jest zaciągnąć kredyt niż oszczędzać (48% vs. 24%), a niewystarczające środki finansowe stanowią poważną barierę dla gromadzenia oszczędności.

- Badania sposobu zarządzania Polaków budżetem domowym, w tym podejścia do oszczędzania i zaciągania kredytów, wskazują na nadal olbrzymią potrzebę działań edukacyjnych w tym zakresie. W szczególności powinny one dotyczyć umiejętności planowania finansowego (krótkoterminowego i długoterminowego) oraz oceny opłacalności i ryzyk produktów finansowych.
- Aktualne trendy regulacyjne z obszaru tzw. *consumer protection* (na przykład Rekomendacja U, MIFID 2) w istotny sposób będą wpływały na rynek produktów finansowych. Sposób sprzedaży instrumentów finansowych będzie systematycznie zmieniał się w kierunku modelu doradczego.
- Spadek oprocentowania lokat bankowych powinien generować wzrost zainteresowania alternatywnymi – wobec depozytów bankowych – formami oszczędzania (inwestowania). W szczególności powinien nastąpić wzrost zainteresowania: (1) funduszami inwestycyjnymi, w tym inwestycjami na rynku akcji, (2) obligacjami korporacyjnymi (w tym poprzez fundusze inwestycyjne) oraz (3) produktami ubezpieczeniowymi ochronnymi i inwestycyjnymi, w przypadku których nasycenie polskiego rynku jest istotnie mniejsze niż w krajach rozwiniętych. Rozwój przedsiębiorczości powinien wpływać także na wzrost inwestycji o charakterze udziałowym (akcje spółek publicznych i prywatnych) w strukturze oszczędności.
- Analiza zmian struktury oszczędności w zamożnych krajach UE na przestrzeni ostatnich 20 lat wskazuje, że stale rośnie tam łączny udział funduszy inwestycyjnych oraz produktów ubezpieczeniowych (w Niemczech wynosi 31,7%, a we Francji 38,0% wobec 10,5% w Polsce).
- Zjawisko wzrostu udziału inwestycji ryzykownych (głównie funduszy akcyjnych) w portfelach powinno wystąpić przede wszystkim w segmencie klientów zamożnych oraz klientów młodych. W segmencie klienta podstawowego bardziej prawdopodobny jest wzrost zainteresowania funduszami bezpiecznymi i mieszanymi.
- Niedostatek długoterminowych, stabilnych oszczędności krajowych oznaczać będzie, że system bankowy może mieć ograniczone możliwości finansowania dużych, długoterminowych projektów prorozwojowych oraz że wzrośnie presja na pozyskanie finansowania zewnętrznego (utrzymanie, a nawet wzrost znacznego obecnie zadłużenia zagranicznego).
- Scenariusz wzrostu krajowych oszczędności długookresowych w ramach dodatkowego dobrowolnego oszczędzania na emeryturę (III filar) jest możliwy do realizacji, jeśli spełnione są następujące warunki: (1) powszechność (partycypacja osób o niższych dochodach), (2) rekompensata składek osobom o najniższych wynagrodzeniach, (3) brak istotnego obciążenia dla budżetu, (4) ograniczenie zjawiska „gapowicza”, (5) objęcie systemem osób pracujących w innej formie niż pełen etat, (6) promowanie pozytywnych postaw wobec oszczędzania, (7) „zwymiarowanie” systemu do możliwości firm i pracujących.
- Tempo budowy zasobu krajowych oszczędności zależeć będzie także od ogólnych warunków makroekonomicznych (wzrost PKB i płac). Oprócz upowszechnienia dobrowolnych oszczędności emerytalnych, kreacji oszczędności sprzyja program modernizacji gospodarki, prowadzący do podniesienia długofalowego wzrostu PKB i zamożności społeczeństwa.

I. Proces tworzenia oszczędności – ujęcie makroekonomiczne

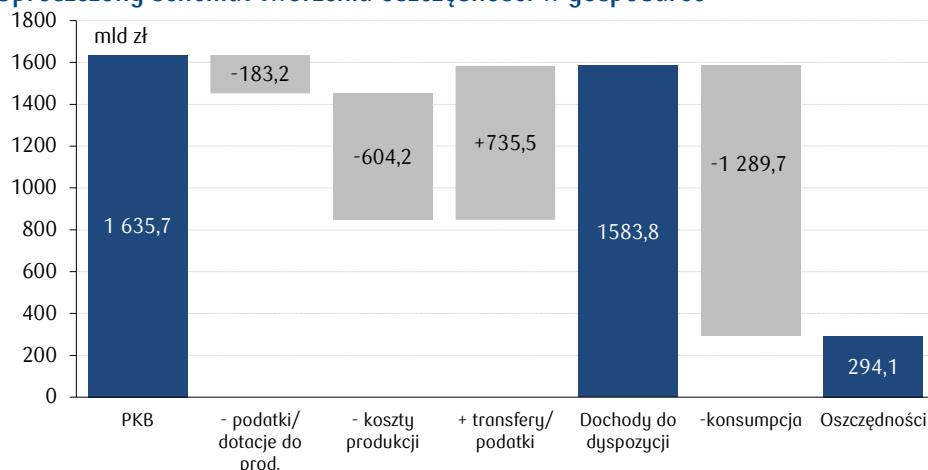
Aktywa finansowe często utożsamiane są z oszczędnościami, choć termin w ujęciu makroekonomicznym ma nieco inne znaczenie. **Tworzenie oszczędności w gospodarce z punktu widzenia makroekonomicznego jest wynikiem procesów tworzenia i redystrybucji dochodów.** Miarą wynagrodzenia czynników produkcji w gospodarce – tj. pracy i kapitału – jest wartość dodana brutto (czyli PKB skorygowany o saldo podatków/dotacji od produktów; schemat poniżej).

Przedsiębiorstwa miały 51% udziału w tworzeniu wartości dodanej w 2013 r., gospodarstwa domowe 31%², sektor publiczny 14%, a sektor finansowy i ubezpieczeniowy 4%. Po uwzględnieniu kosztów osobowych produkcji oraz w rezultacie redystrybucji dochodów, czyli płatności: dochodów z własności (m.in. odsetek, dywidend), podatków, składek na ubezpieczenie społeczne, transferów socjalnych generowane są dochody do dyspozycji brutto. **Dochody, które nie są przeznaczone na konsumpcję tworzą oszczędności, a te są źródłem inwestycji bądź transferów kapitałowych.** Stopa oszczędności w całej gospodarce (w relacji do PKB) wyniosła 18,0% w 2013 r.; w tym: w sektorze przedsiębiorstw 15,9%, a gospodarstw domowych 2,6%. W pozostałych sektorach była przeciętnie wyższa.

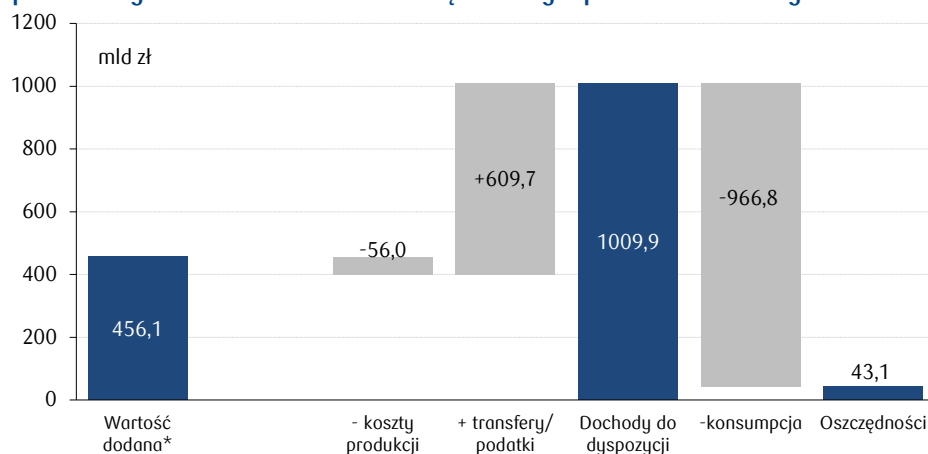
Oszczędności w sensie makroekonomicznym są dochodem, który jest pochodną produkcji dóbr i usług i nie został przeznaczony na konsumpcję.

Stopa oszczędności w gospodarce (w relacji do PKB) wyniosła 18,0% w 2013 r.; w tym sektor przedsiębiorstw 15,9%, a gospodarstw domowych 2,6%.

Uproszczony schemat tworzenia oszczędności w gospodarce



Uproszczony schemat tworzenia oszczędności gospodarstw domowych



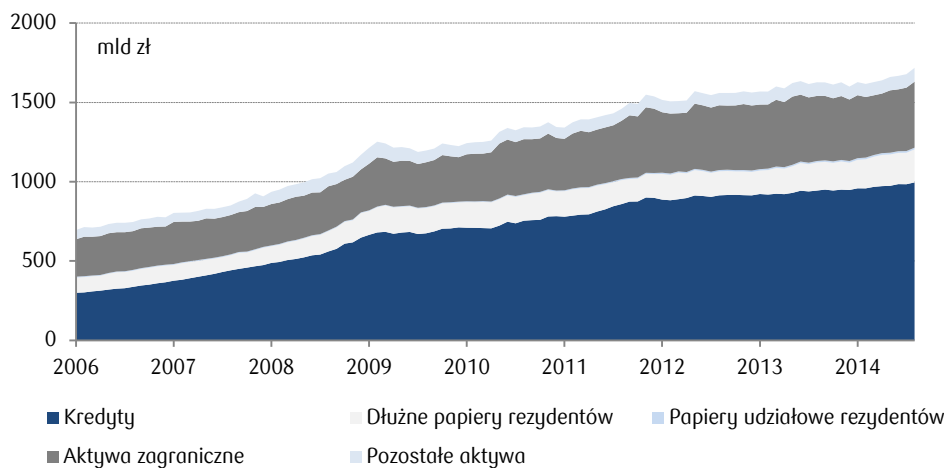
Źródło: GUS, PKO Bank Polski. Wg ESA95 dla 2013 r. *czyli PKB w cenach bazowych (bez salda podatków/dotacji od produktów). Nie jest możliwy podział PKB wg sektorów (gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, itd.) ze względu na to, że kategoria podatki/dotacje od produktów jest szacowana tylko na poziomie całej gospodarki.

² Kategoria ta obejmuje oprócz osób prywatnych mikrofirmy oraz rolników.

Odzwierciedleniem procesów w sferze realnej i zapotrzebowania na finansowanie/możliwości pożyczania są zmiany w bilansach podmiotów gospodarczych. Proces tworzenia oszczędności w gospodarce przekłada się – poprzez zmiany poziomu wierzycelności netto/zadłużenia netto – na zmiany aktywów finansowych. Zmiany aktywów finansowych (oszczędności) związane z obiegiem pieniądza znajdują odzwierciedlenie w strukturze bilansów monetarnych instytucji finansowych (MIF)³. Trendy w bilansach MIF w ostatnich latach wskazują na:

- (1) rosnący udział dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez sektor publiczny w aktywach ogółem kosztem aktywów zagranicznych;
- (2) wzrost udziału gotówki i dłużnych papierów wartościowych kosztem pasywów zagranicznych oraz kapitału i rezerw w pasywach ogółem;
- (3) zmiany aktywów zagranicznych w dużej mierze odzwierciedlają zmiany aktywów zagranicznych w bilansie NBP.

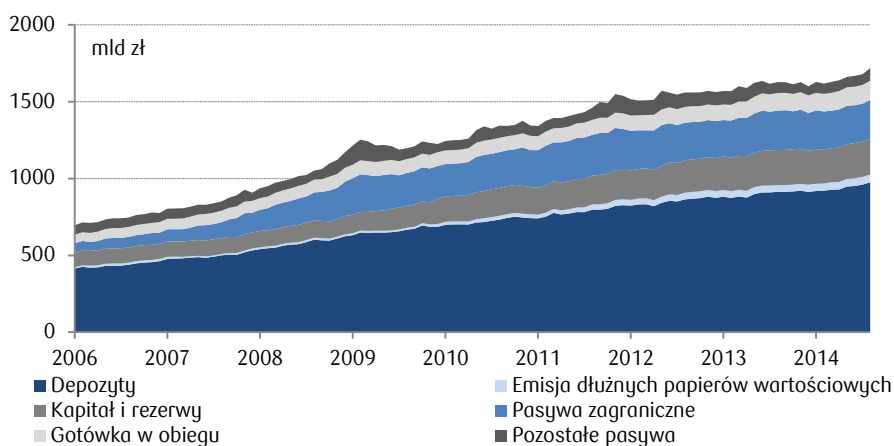
Aktywa monetarnych instytucji finansowych



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Rosnący udział dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez sektor publiczny w aktywach monetarnych instytucji finansowych

Pasywa monetarnych instytucji finansowych



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

Wzrost udziału gotówki i dłużnych papierów wartościowych w pasywach ogółem monetarnych instytucji finansowych

³ Sektor MIF obejmuje: NBP, banki komercyjne, SKOKi oraz fundusze rynku pieniężnego.

Struktura oszczędności (mld zł) – gospodarstwa domowe

Instrumenty finansowe	2010	2011	2012	2013
Gotówka	87,8	97,7	98,5	110,0
Depozyty	430,8	487,1	526,4	559,3
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	0,6	0,3	0,3	0,4
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	6,4	7,6	8,8	4,1
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	3,5	3,7	3,5	3,4
Długoterminowe kredyty i pożyczki	7,6	7,1	8,0	8,8
Akcje notowane	52,1	39,6	37,9	45,5
Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	176,1	176,8	247,9	287,6
Udziały w funduszach inwestycyjnych	69,9	58,0	67,0	85,2
Udziały netto w rezerwach ubezpieczeń na życie	71,6	67,4	74,4	76,3
Udziały netto w rezerwach funduszy emerytalnych	229,2	233,5	280,4	311,4
Pozostałe*	41,5	42,7	45,2	46,7
Razem	1177,0	1221,4	1398,4	1538,7

Źródło: NBP, PKO Bank Polski. *Rezerwy techniczne ubezpieczeń osobowych i majątkowych, pozostałe kwoty do otrzymania/zapłaćenia.

Struktura oszczędności (mld zł) – przedsiębiorstwa

Instrumenty finansowe	2010	2011	2012	2013
Gotówka	5,4	4,3	4,2	4,6
Depozyty	196,9	218,9	203,7	221,0
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	9,0	1,8	2,0	2,1
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	6,0	7,5	6,2	8,8
Instrumenty pochodne	5,4	4,9	4,1	4,1
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	12,6	11,0	12,3	10,8
Długoterminowe kredyty i pożyczki	37,1	47,9	48,4	36,4
Akcje notowane	10,0	11,0	11,9	4,8
Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	49,4	72,7	72,4	69,7
Udziały w funduszach inwestycyjnych	15,7	16,2	21,8	27,2
Pozostałe*	209,8	233,9	240,4	246,9
Razem	557,4	629,9	627,4	636,4

Źródło: NBP, PKO Bank Polski. *Głównie kredyty handlowe i zaliczki, pozostałe kwoty do otrzymania i zapłaćenia, ponadto rezerwy techniczne ubezpieczeń osobowych i majątkowych.

Struktura oszczędności (mld zł) – gospodarka^

Instrumenty finansowe	2010	2011	2012	2013
Złoto monetarne i SDR	19,8	23,9	22,4	16,9
Gotówka	96,6	105,8	106,9	118,6
Depozyty	770,7	863,8	891,2	923,1
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	86,1	83,6	65,2	49,0
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	562,8	613,3	610,6	668,2
Instrumenty pochodne	17,0	23,9	27,6	25,5
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	154,6	165,4	165,2	165,4
Długoterminowe kredyty i pożyczki	698,1	810,9	829,3	849,6
Akcje notowane	246,2	200,0	240,5	254,4
Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	491,0	514,5	557,2	593,7
Udziały w funduszach inwestycyjnych	96,5	84,2	99,8	125,8
Udziały netto w rezerwach ubezpieczeń na życie	71,6	67,4	74,4	76,3
Pozostałe*	643,4	681,8	746,2	791,3
Razem	3954,3	4238,4	4436,5	4657,7

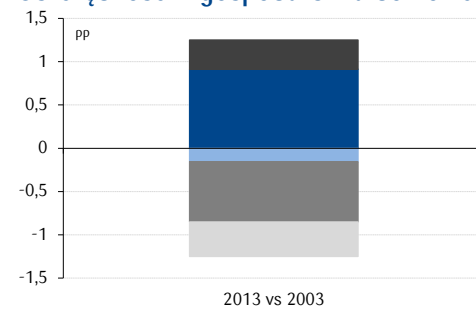
Źródło: NBP, PKO Bank Polski. ^Gospodarka obejmuje sektory: gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, monetarne instytucje finansowe, niemonetarne instytucje finansowe, instytucje rządowe i samorządowe, zagranicę.*Rezerwy techniczne ubezpieczeń osobowych i majątkowych, uprawnienia emerytalno-rentowe, kredyty handlowe i zaliczki, pozostałe kwoty do otrzymania/zapłaćenia.

Struktura oszczędności (%) – gospodarstwa domowe

Instrumenty finansowe	2010	2011	2012	2013
Gotówka	7,5	8,0	7,0	7,2
Depozyty	36,6	39,9	37,6	36,4
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	0,0	0,0	0,0	0,0
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	0,5	0,6	0,6	0,3
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	0,3	0,3	0,3	0,2
Długoterminowe kredyty i pożyczki	0,6	0,6	0,6	0,6
Akcje notowane	4,4	3,2	2,7	3,0
Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	15,0	14,5	17,7	18,7
Udziały w funduszach inwestycyjnych	5,9	4,7	4,8	5,5
Udziały netto w rezerwach ubezpieczeń na życie	6,1	5,5	5,3	5,0
Udziały netto w rezerwach funduszy emerytalnych	19,5	19,1	20,1	20,2
Pozostałe*	3,5	3,5	3,2	3,0
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0
mld zł	1177,0	1221,4	1398,4	1538,7

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.*Rezerwy techniczne ubezpieczeń osobowych i majątkowych, pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia.

Oszczędności – gospodarstwa domowe



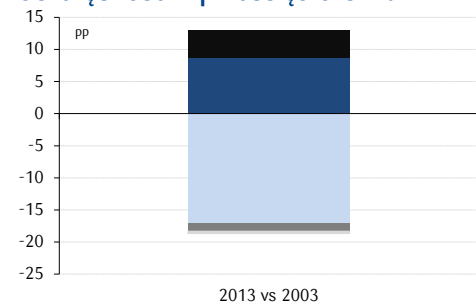
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.*w głównej mierze fundusze emerytalne.

Struktura oszczędności (%) – przedsiębiorstwa

Instrumenty finansowe	2010	2011	2012	2013
Gotówka	1,0	0,7	0,7	0,7
Depozyty	35,3	34,8	32,5	34,7
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	1,6	0,3	0,3	0,3
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	1,1	1,2	1,0	1,4
Instrumenty pochodne	1,0	0,8	0,7	0,6
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	2,3	1,7	2,0	1,7
Długoterminowe kredyty i pożyczki	6,7	7,6	7,7	5,7
Akcje notowane	1,8	1,7	1,9	0,8
Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	8,9	11,5	11,5	11,0
Udziały w funduszach inwestycyjnych	2,8	2,6	3,5	4,3
Pozostałe*	37,6	37,1	38,3	38,8
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0
mld zł	557,4	629,9	627,4	636,4

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.*Głównie kredyty handlowe i zaliczki, pozostałe kwoty do otrzymania i zapłacenia, ponadto rezerwy techniczne pozostałych ubezpieczeń osobowych i majątkowych.

Oszczędności – przedsiębiorstwa



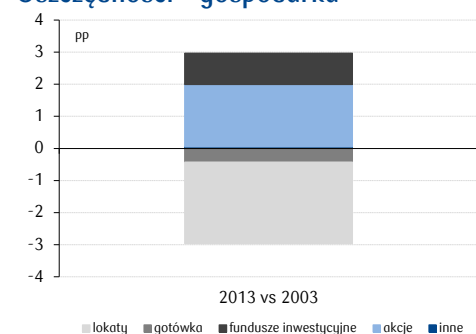
Źródło: NBP, PKO Bank Polski.*w głównej mierze malejący udział kredytów handlowych, przy rosnącym udziale kredytów i pożyczek.

Struktura oszczędności (%) – gospodarka^

Instrumenty finansowe	2010	2011	2012	2013
Złoto monetarne i SDR	0,5	0,6	0,5	0,4
Gotówka	2,4	2,5	2,4	2,5
Depozyty	19,5	20,4	20,1	19,8
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	2,2	2,0	1,5	1,1
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	14,2	14,5	13,8	14,3
Instrumenty pochodne	0,4	0,6	0,6	0,5
Krótkoterminowe kredyty i pożyczki	3,9	3,9	3,7	3,6
Długoterminowe kredyty i pożyczki	17,7	19,1	18,7	18,2
Akcje notowane	6,2	4,7	5,4	5,5
Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	12,4	12,1	12,6	12,7
Udziały w funduszach inwestycyjnych	2,4	2,0	2,3	2,7
Udziały netto w rezerwach ubezpieczeń na życie	1,8	1,6	1,7	1,6
Pozostałe*	16,3	16,1	16,8	17,0
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0
mld zł	3954,3	4238,4	4436,5	4657,7

Źródło: NBP, PKO Bank Polski.^Gospodarka obejmuje sektory: gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, monetarne instytucje finansowe, niemonetarne instytucje finansowe, instytucje rządowe i samorządowe, zagranicę.*Rezerwy techniczne ubezpieczeń osobowych i majątkowych, uprawnienia emerytalno-rentowe, kredyty handlowe i zaliczki, pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia.

Oszczędności – gospodarka



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

II. Oszczędności gospodarstw domowych

Według *Diagnozy Społecznej*⁴ odsetek gospodarstw domowych posiadających oszczędności wyniósł w 2013 r. 40,8%, zwiększając się o 7,8pp wobec 2009 r. Według tego badania wartość posiadanych oszczędności kształtowała się na niskim poziomie i dla większości populacji była równa wysokości dochodów gospodarstwa domowego z okresu 1-3 miesięcy (32,0% respondentów) lub nie przekraczała wysokości dochodu z 1 miesiąca (25,3%). Jedynie 6,3% gospodarstw domowych dysponowało oszczędnościami odpowiadającymi co najmniej rocznym dochodom.

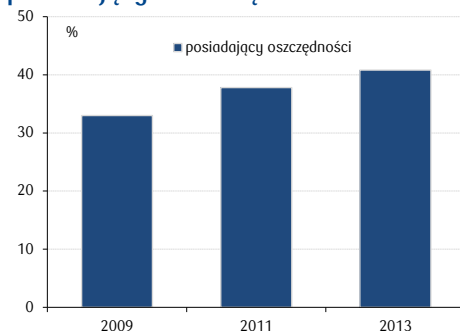
Wyniki *Diagnozy Społecznej* wskazują, że cele, na jakie oszczędzano, nie zmieniły się istotnie w ostatnich latach. Najczęstszym powodem gromadzenia oszczędności jest „rezerwa na sytuacje losowe” (67%). Relatywnie często wskazywano również zabezpieczenie na starość (35%) oraz wydatki konsumpcyjne (34%).

Według danych NBP oszczędności gospodarstw domowych osiągnęły w 1q2014 1,44 bln zł (dane nieskonsolidowane), zmniejszając się o -1,8% r/r⁵. W strukturze oszczędności gospodarstw domowych według instrumentów finansowych (por. poprzednia strona) dominowały depozyty (36,4%), kolejne pozycje zajmowały: akcje notowane i nienotowane⁶ (łącznie 21,7%), udziały netto w funduszach emerytalnych (20,2%), gotówka (7,2%) i udziały w funduszach inwestycyjnych (5,5%). W porównaniu z 2010 r. w strukturze oszczędności ludności najsilniej wzrósł udział oszczędności w akcjach notowanych i nienotowanych (o 2,3pp) i udziały w funduszach emerytalnych (o 0,8pp), natomiast największe spadki odnotowano dla ubezpieczeń na życie (-0,4pp) i gotówki (o-0,3pp).

• Oszczędności gospodarstw domowych – według GUS

Stopa oszczędności gospodarstw domowych, liczona jako relacja oszczędności (różnica dochodów i wydatków gospodarstw domowych) do dochodów, wyniosła w

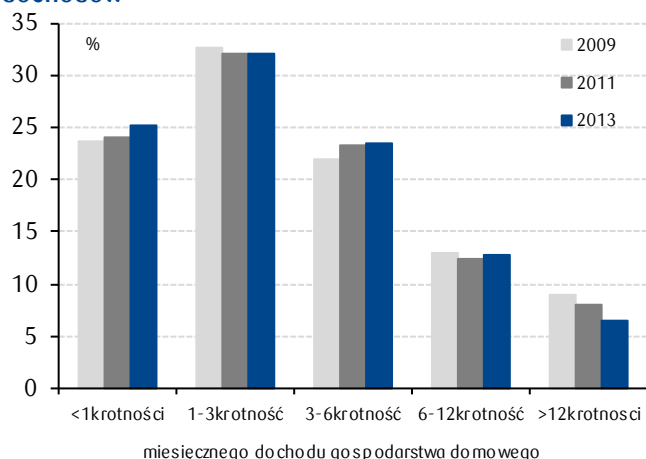
Odsetek gospodarstw domowych posiadających oszczędności



Źródło: *Diagnoza Społeczna 2013*, PKO Bank Polski.

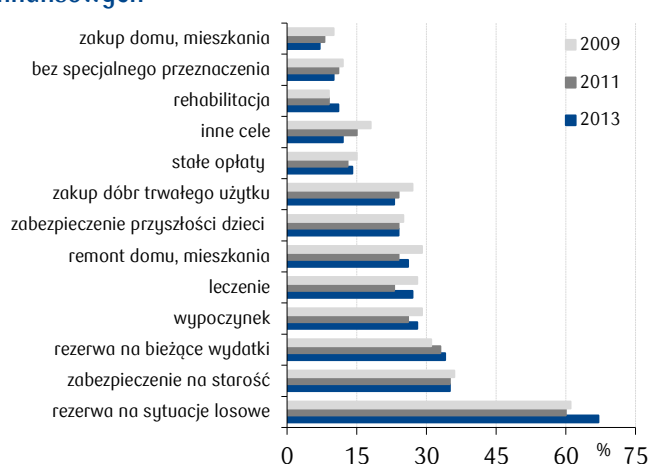
W strukturze oszczędności gospodarstw domowych według instrumentów finansowych w 2013 r. dominowały depozyty (36,4%).

Oszczędności gospodarstw domowych w relacji do dochodów



Źródło: *Diagnoza Społeczna 2013*, PKO Bank Polski.

Cele gromadzenia dobrowolnych oszczędności finansowych



⁴*Diagnoza Społeczna* jest badaniem sondażowym nad warunkami i jakością życia Polaków. Prowadzi ją Rada Monitoringu Społecznego we współpracy z Biurem Badań i Analiz Statystycznych Polskiego Towarzystwa Statystycznego GUS.

⁵ Efekt jednorazowej transakcji transferu części oszczędności emerytalnych z OFE do ZUS w wysokości 153 mld zł.

⁶ Duży udział akcji wynika przede wszystkim z udziału akcji nienotowanych (wg metodyki rachunków finansowych NBP akcje nienotowane oraz pozostałe udziały kapitałowe obejmują akcje spółek nienotowane na giełdzie i udziały własne w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością, spółkach osobowych, spółdzielniach, towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych wyceniane według wartości księgowej).

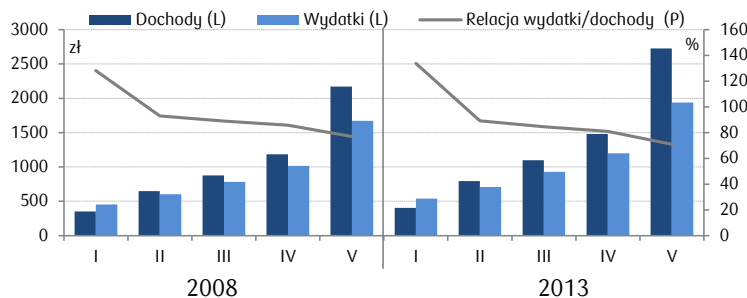
2013 r. 18,3% i pozostawała od 2010 r. w łagodnym trendzie wzrostowym, zwiększając się o 1,4pp i wskazując na wzrost skłonności do oszczędzania.

Stopa oszczędności jest zróżnicowana w podziale na grupy społeczno-ekonomiczne ludności. Najwyższą stopę oszczędności zaobserwowano w 2013 r. w gospodarstwach domowych rolników (32,0%), co może wynikać z relatywnie niskich wydatków (zaspokajanie części konsumpcji produkcją na własne potrzeby).

Dane GUS potwierdzają występowanie pozytywnej zależności między stopą oszczędności a poziomem wykształcenia oraz wielkością miasta. Według kryterium wykształcenia **najwyższą stopą oszczędności charakteryzują się gospodarstwa domowe osób z wykształceniem wyższym, a najniższą osób posiadających wykształcenie podstawowe lub gimnazjalne.** W przypadku kryterium wielkości miasta, w latach 2012-2013 w największych ośrodkach (powyżej 500 tys. mieszkańców) stopa oszczędności była 1,3-rza wyższa niż w miastach najmniejszych (do 20 tys. mieszkańców).

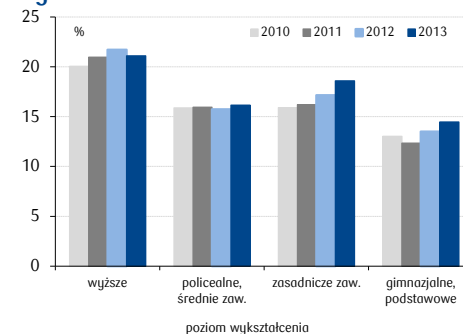
Silne zróżnicowanie dochodów ludności według grup kwintylowych warunkowało znaczne różnice w stopach oszczędności względem dochodu. W I grupie kwintylowej dochodu (20% ludności o najniższych dochodach) stopa oszczędności była ujemna - czyli gospodarstwa domowe wydając na bieżące potrzeby korzystały ze środków zgromadzonych wcześniej lub zapożyły się. Wysokość dochodu gospodarstwa domowego umożliwiającą, przy zaspokojeniu podstawowych potrzeb konsumpcyjnych, kreację oszczędności występowała od II grupy kwintylowej dochodów. Natomiast w V grupie kwintylowej (20% ludności o najwyższych dochodach), stopa oszczędności wyniosła aż 30% (wykres poniżej).

Rozkład dochodów gospodarstw domowych według grup kwintylowych



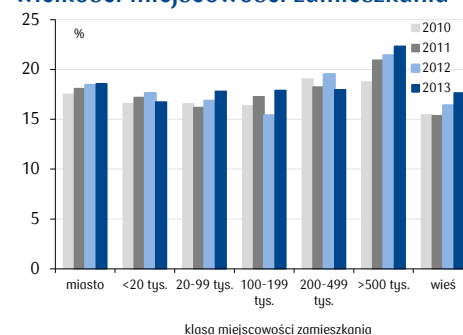
Źródło: GUS, PKO Bank Polski

Stopa oszczędności według poziomu wykształcenia



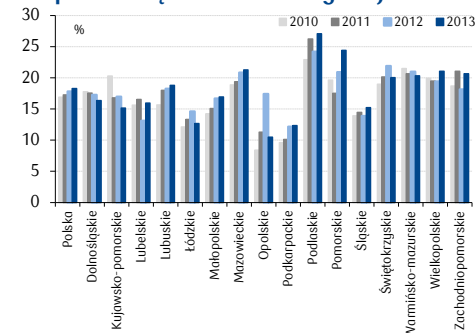
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa oszczędności według rodzaju i wielkości miejscowości zamieszkania



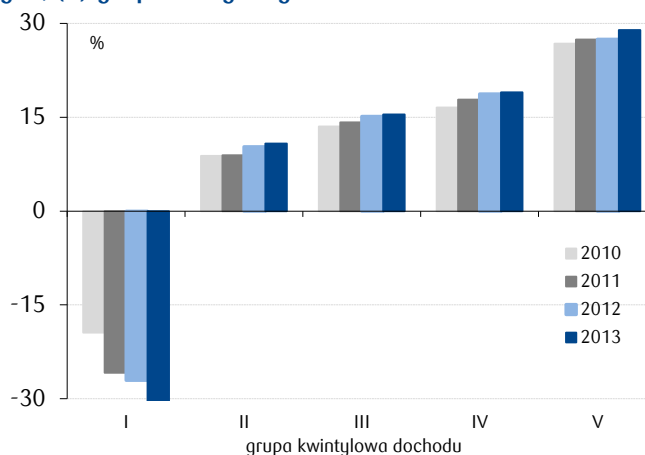
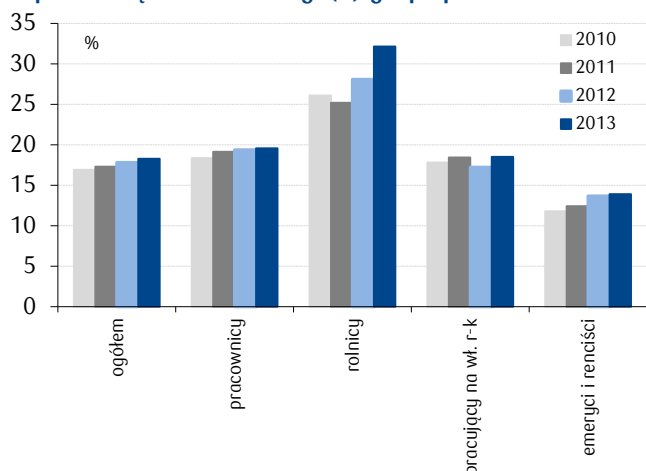
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa oszczędności według województw



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa oszczędzania według: (1) grup społeczno-ekonomicznych, (2) grup kwintylowych dochodu



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Oszczędności gospodarstw domowych – według Diagnozy Społecznej

Według *Diagnozy Społecznej* posiadanie oszczędności deklaruje 40,8% gospodarstw domowych. W 59,3% gospodarstw, które je posiadają, nie przekraczają one jednak wysokości 3-miesięcznych dochodów gospodarstwa. Oszczędności wyższe niż roczny dochód deklaruje zaledwie 6,8% gospodarstw. Najwyższe w stosunku do zarobków są oszczędności gospodarstw pracujących na własny rachunek. Poziom oszczędności jest ściśle związany z dochodami gospodarstw – w grupie najwięcej zarabiających (>4000 zł netto/osoba) oszczędności wyższe niż roczny dochód deklaruje 23,7% gospodarstw, a wyższe niż 3-letni 6,1%. W najbardziej licznej grupie (31,2% badanych) o dochodzie poniżej 1000 zł netto na osobę 87,5% gospodarstw ma oszczędności niższe od 6-miesięcznych dochodów.

65,5% gospodarstw, które oszczędzają, przynajmniej część swoich oszczędności trzyma w bankach. W gospodarstwach najmniej zamożnych (<1000 zł netto/os.) depozyty bankowe posiada 58,6% badanych, a w grupie średniozamożnych (3001-4000 zł netto/os.) ich posiadanie deklaruje 79,3% badanych (najwyższy odsetek wśród wszystkich grup dochodowych).

„Klasa średnia” (2001-3000 zł netto/os.) poza depozytami (72,8%) najchętniej inwestuje w fundusze (10,7% badanych), IKE/IKZE (6,9%) i waluty obce (6,4%). Osoby średniozamożne (3001-4000 zł netto/os.) dokonują podobnych wyborów – 20% z nich inwestuje w fundusze, 10% w IKE/IKZE, a 7,3% w waluty obce. Począwszy od tej grupy dochodowej trzecim najpopularniejszym typem inwestycji – po depozytach i funduszach – stają się nieruchomości – środki w nich lokuje 12,9% osób średniozamożnych i zamożnych.

28,2% gospodarstw zamożnych (>4001 zł netto/os.) inwestuje w fundusze. Większą popularnością – w porównaniu do osób o niższych dochodach – cieszą się również pozostałe rodzaje aktywów finansowych; począwszy od tego progu dochodowego następuje ich dywersyfikacja. Rośnie zainteresowanie papierami wartościowymi – w akcje inwestuje 10,5% (vs. 7,1% w niższej grupie), a w obligacje 9,8% (vs. 4,3% w niższej grupie). 47,5% polskich gospodarstw domowych deklaruje utrzymywanie części oszczędności w gotówce (w formie fizycznej). Wprawdzie odsetek wśród najbiedniejszych jest najwyższy (52,6%), ale – co nieco zaskakujące – nawet dla grupy najzamożniejszej wynosi on aż 42,6%.

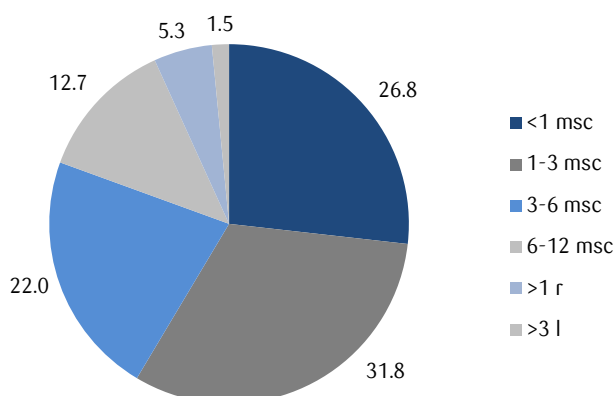
Współczynnik Giniego – miara rozwarstwienia dochodów* (%)

Bułgaria	35,4
Grecja	34,4
Rumunia	34,0
Hiszpania	33,7
Włochy	32,5
Polska	30,7
UE28	30,5
Wielka Brytania	30,2
Francja	30,1
Niemcy	29,7
Węgry	28,0
Finlandia	25,4
Holandia	25,1
Szwecja	24,9
Czechy	24,6
Słowacja	24,2
Norwegia	22,7

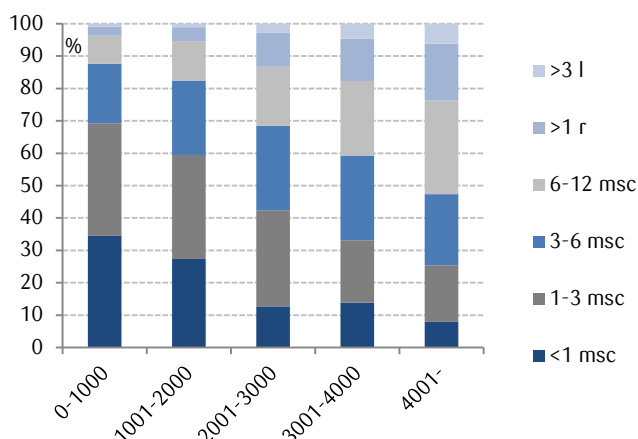
Zródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

*Miara koncentracji (nierówności) rozkładu dochodów. Wskaźnik przyjmuje wartości z przedziału [0;1] – lub w procentach [0%;100%]. Im wyższa wartość wskaźnika, tym większa nierówność rozkładu dochodu.

Oszczędności gospodarstw w stosunku do dochodów



Poziom oszczędności w zależności od dochodu na osobę



• **Wpływ wieku i wykształcenia na oszczędzanie**

Diagnoza Społeczna wskazuje, że **odsetek oszczędzających Polaków nie zmienia się istotnie w zależności od wieku**. Najwyższy jest w przedziale wiekowym 65+ (42,4%) oraz 35-44 lata (42,0%) – choć oszczędności tej grupy mają najwyższą wartość nominalną z uwagi na wyższy poziom dochodów. Najniższy jest odsetek oszczędzających w przedziale 25-34 lata (37,9%).

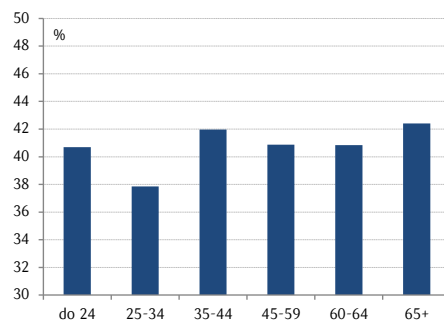
Spośród osób oszczędzających, 7,8% osób powyżej 60 lat (zarówno poniżej, jak i powyżej 65-tego roku życia) deklaruje oszczędności większe niż roczne dochody. Najniższe (5,0%) są one w gospodarstwach w wieku 35-44 lata. Choć skumulowane oszczędności osób powyżej 60 roku życia powinny być, z definicji, wyższe niż w innych grupach wiekowych, to różnica relacji oszczędności do dochodów w porównaniu do grupy 35-44 lata wydaje się w większym stopniu odzwierciedlać absolutny poziom dochodów (który osiąga maksimum w przedziale wiekowym 35-44 lata) niż absolutny poziom oszczędności.

Im niższy wiek badanych, tym większą wykazują skłonność do dywersyfikowania swoich inwestycji. **Większym zainteresowaniem wśród młodszych badanych cieszyły się szczególnie fundusze inwestycyjne oraz waluty**. Widoczna jest również prawidłowość, że osoby starsze zdecydowanie chętniej oszczędzają w gotówce – wśród emerytów tego typu oszczędności deklaruje 51,4%.

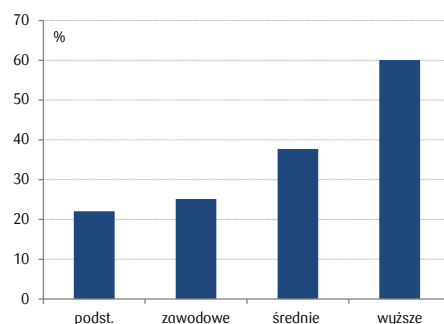
Wyraźnie **silniejszy związek zachodzi między poziomem oszczędności i wykształceniem** – absolwenci uczelni wyższych oszczędzają najwięcej (w części wynika to z efektu dochodowego). Oszczędności powyżej rocznych dochodów posiada 9,4% gospodarstw osób z wykształceniem wyższym lub policealnym i tylko 1,9% gospodarstw osób z wykształceniem podstawowym.

Wykształcenie bardzo silnie determinuje sposób oszczędzania. Osoby z wykształceniem podstawowym oszczędzają niemal wyłącznie w gotówce (69,2%) lub w bankach (39,1%), niewiele wyższe są odsetki innych form oszczędzania wśród badanych z wykształceniem zawodowym lub gimnazjalnym. Dopiero osoby z wykształceniem średnim zaczynają się interesować inwestycjami w fundusze, waluty, akcje i obligacje, ale odsetki lokujących środki w tego typu inwestycjach wśród osób z wykształceniem wyższym są 2-4 razy wyższe.

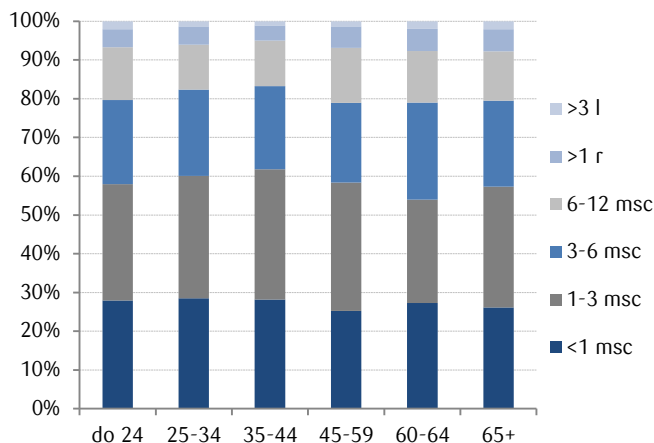
Odsetek oszczędzających w różnych grupach wiekowych



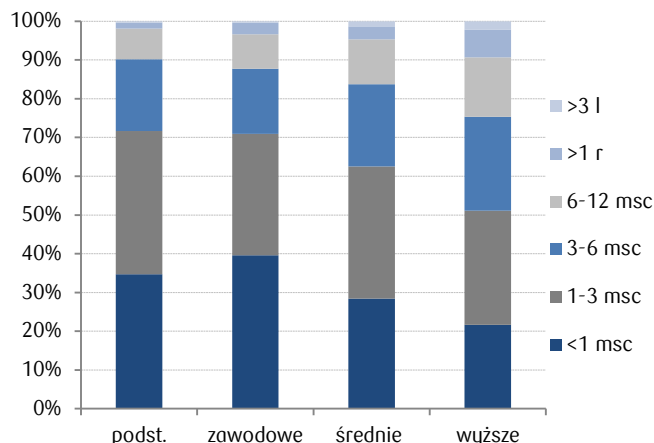
Odsetek oszczędzających w zależności od poziomu wykształcenia



Oszczędności w relacji do dochodu – według wieku



Poziom oszczędności w zależności od wykształcenia*



Źródło: PKO Bank Polski. *kategoria „podstawowe” obejmuje osoby z wykształceniem podstawowym niepełnym, kategoria „zawodowe” również osoby z ukończonym gimnazjum, a kategoria „wyższe” osoby z wykształceniem policealnym.

Z uwagi na charakter badania (poziom oszczędności jest przedstawiony w relacji do dochodów gospodarstwa oraz jako zmienna porządkowa) *Diagnoza Społeczna* może tworzyć mylny obraz rzeczywistej stopy oszczędności w Polsce w zależności od wieku, ponieważ **nie umożliwia określenia jaką część dochodu gospodarstwa domowe oszczędzają w danym momencie** (a jedynie, jaki jest względny całkowity poziom ich oszczędności).

Literatura ekonomiczna wskazuje jednak, że wprawdzie różnice między alokacją oszczędności pomiędzy krajami mogą być istotne – podobnie jak wartość samej stopy oszczędzania (która dodatkowo różni się w zależności od metodologii badań) – ale **profil stopy oszczędności w zależności od wieku jest bardzo podobny niezależnie od kraju, w którym przeprowadzono badanie**. Do takiej konkluzji doszli m.in. Lambert i Pignatti (2008), porównując [stopy oszczędzania we Włoszech i USA](#). Bardzo podobny kształt krzywej przedstawiono w badaniach niemieckich i brytyjskich gospodarstw domowych⁷.

Z badań tych wynika, że **niezależnie od kraju stopa oszczędności jest nieznacznie ujemna dla osób w wieku 19-24 lata, a następnie zaczyna rosnąć do momentu osiągnięcia przez nie wieku około 35-40 lat, po czym do 55 roku życia pozostaje względnie stabilna, a po 55 roku życia gwałtownie spada**. Począwszy od 60 roku życia przeciętni badani zaczynają wydawać więcej niż wynosi ich dochód, konsumując oszczędności nagromadzone we wcześniejszym okresie. Dla gospodarstw domowych prowadzonych przez osoby w wieku 65-70 lat stopa oszczędności osiąga minimum, a następnie zaczyna rosnąć (z uwagi na wyczerpanie wcześniejszych oszczędności). Taki kształt krzywej jest spójny z teorią cyklu życia – w okresie, gdy gospodarstwa osiągają najwyższe dochody oszczędzają środki na potrzeby okresu emerytalnego. Profil stopy oszczędności dla Polski może konwergować do tego kształtu z uwagi na spadek stopy zastąpienia dla kolejnych kohort wiekowych.

Mimo różnic w stopie oszczędności i sposobach ich alokacji, profil zmian stopy oszczędności w zależności od wieku jest bardzo podobny niezależnie od kraju, w którym przeprowadzono badanie.

Mediana stopy oszczędności w zależności od wieku w Niemczech i Wielkiej Brytanii

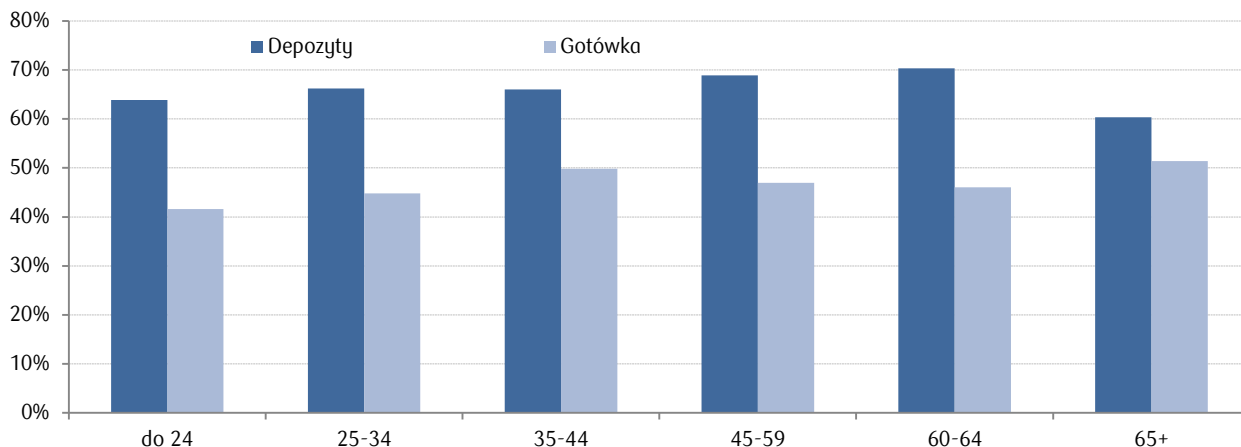


Źródło: German Statistical Office, UK Family Expenditure Survey.

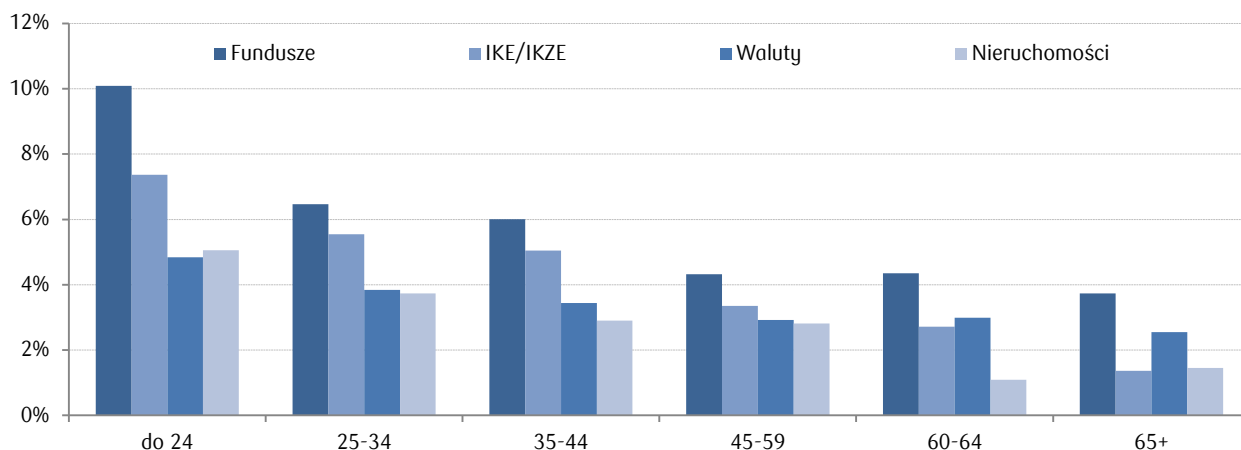
⁷

Poziomy stopy oszczędności w artykule Lamberta i Pignatti'ego są wyraźnie wyższe, ponieważ przedstawiono w nim średnie poziomy stopy oszczędności w gospodarstwach domowych, a nie ich medianę.

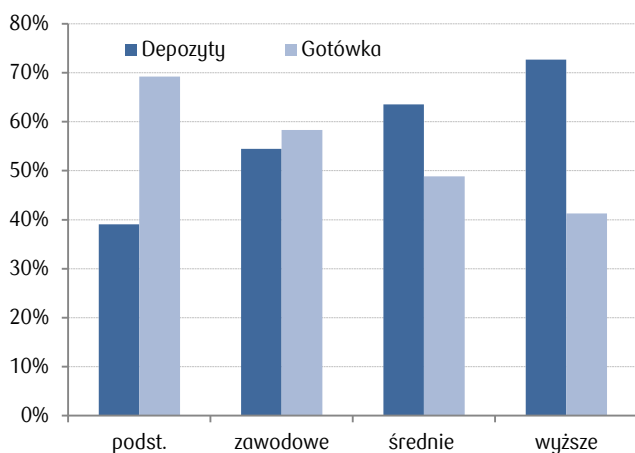
Odsetek gospodarstw domowych oszczędzających na depozytach bankowych oraz w gotówce – wg wieku



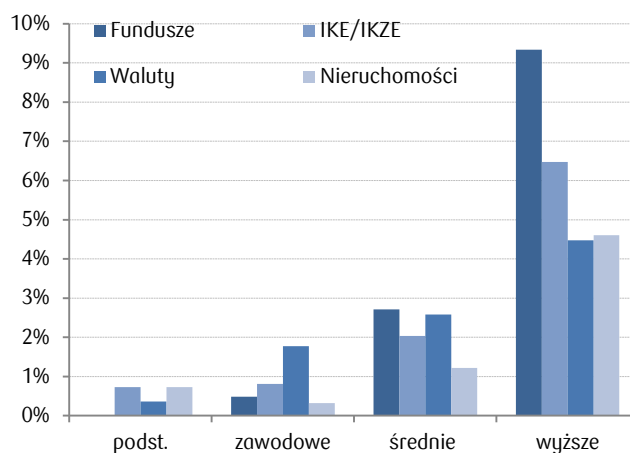
Odsetek gospodarstw domowych lokujących oszczędności w inwestycjach innego typu



Odsetek gosp. domowych lokujących oszczędności w depozytach i gotówce w zależności od wykształcenia



Inwestycje innego typu w zależności od wykształcenia



III. Trendy oszczędzania w środowisku niskich stóp procentowych

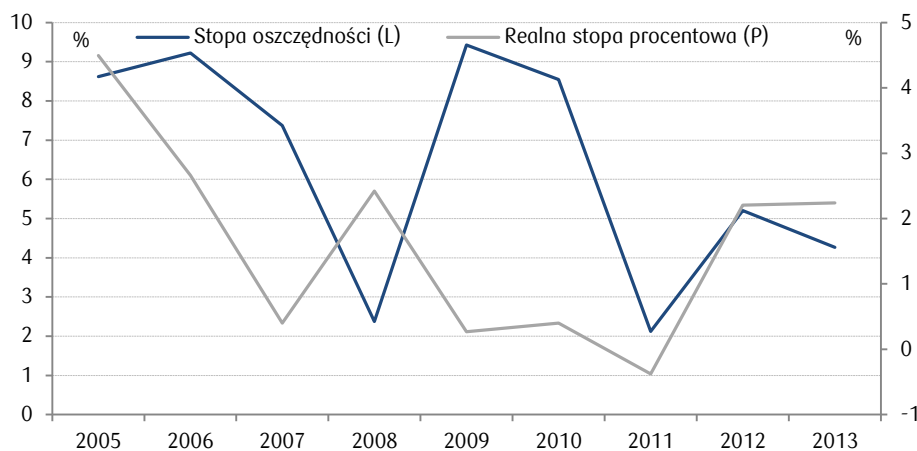
Zgodnie z teorią ekonomii wyższa stopa procentowa skłania do gromadzenia oszczędności, dając możliwość powiększenia zgromadzonego kapitału. Środowisko niskich stóp procentowych wpływa zatem w teorii na obniżenie skłonności do oszczędzania.

Odwrotna zależność pomiędzy poziomem stóp procentowych a konsumpcją nie jest zasadniczo kwestionowana. Ponieważ jednak stopa oszczędności stanowi zwykle niewielką część dochodu, efekty dochodowe są głównym źródłem jej fluktuacji. Ponadto z badań Summersa (1981) dla gospodarki USA wynika, że elastyczność stopy oszczędności względem stóp procentowych waha się od 1,9 do 3,4 w zależności od poziomu stopy procentowej. Przy wyższych poziomach stopy procentowej elastyczność ta jest niższa (czyli wrażliwość stopy oszczędności na zmiany poziomu stóp procentowych jest mniejsza). Sugeruje to, że normalizacja polityki pieniężnej z obecnego bardzo niskiego poziomu stóp procentowych może się relatywnie mocno przekładać na wzrost stopy oszczędzania.

Wpływ stóp procentowych na skłonność do oszczędzania w Polsce jest zapewne mniejszy. W państwach rozwijających się podstawowe znaczenie dla skłonności do oszczędzania ma czynnik dochodowy (Ogaki, Ostry, Reinhart 1996). Stopa oszczędności gospodarstw domowych w Polsce w latach 2011-2013 była niższa niż w latach poprzednich, a ponadto zmiany stopy częściowo odzwierciedlają zmiany udziału gospodarstw domowych w rezerwach OFE (oszczędności „przymusowe”, szczególnie zmienne w okresie kryzysowym 2008-2010, gdy ceny aktywów silnie się zmieniały), a częściowo odzwierciedlają zmiany realnej stopy procentowej w gospodarce.

Negatywny wpływ niskich stóp procentowych na stopę oszczędzania powinien być równoważony efektem konwergencji finansowo-dochodowej (depozyty gospodarstw domowych stanowią w Polsce 33,6% PKB vs. 65,1% PKB w strefie euro, zaś poziom PKB stanowi 62,9% średniego poziomu w strefie euro).

Stopa oszczędności gospodarstw domowych vs. realna stopa procentowa



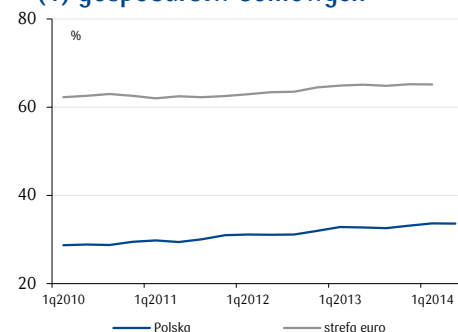
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Środowisko niskich stóp procentowych zwykle wpływa na obniżenie skłonności do oszczędzania ...

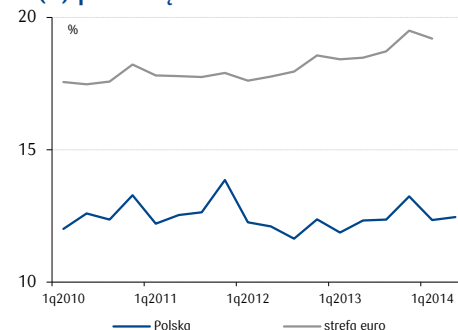
... jednak w państwach rozwijających się większe znaczenie od poziomu stóp procentowych ma czynnik dochodowy.

Oszczędności w Polsce wciąż pozostają na relatywnie niskim poziomie, w związku z czym należy oczekiwać ich stopniowego wzrostu w długim okresie.

Relacja depozytów do PKB: (1) gospodarstw domowych



(2) przedsiębiorstw



Źródło: EBC, GUS, NBP, PKO Bank Polski.

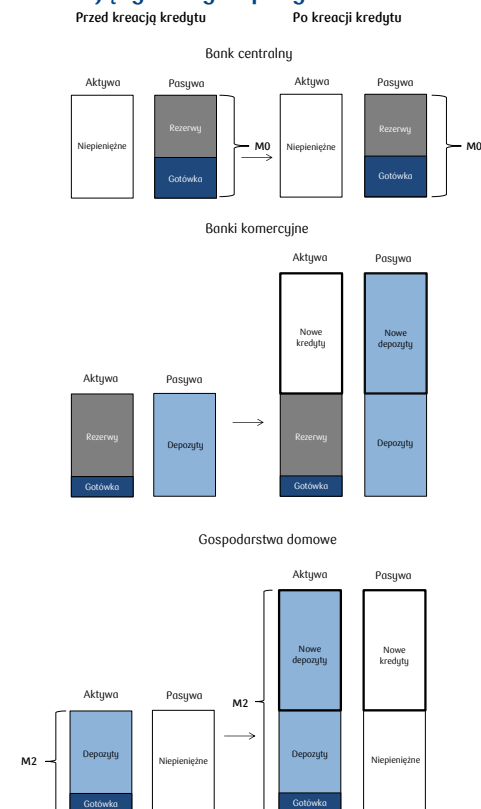
Ponadto, we współczesnej gospodarce niemal niemożliwe jest, by wzrostowi akcji kredytowej (krecji pieniądza) ze strony banków komercyjnych – której oczekujemy w latach 2015-16 – towarzyszyło istotne osłabienie dynamiki depozytów, gdyż wbrew powszechnej opinii to "kredyt tworzy depozyt" – a nie odwrotnie. Każdy udzielony kredyt zwiększa jednocześnie aktywa finansowe kredytobiorcy, powiększając proporcjonalnie bazę depozytową (patrz schemat obok). Oczywiście możliwe jest, że nie będzie to rachunek kredytobiorcy, ale np. firma, która dostarczyła produkt kupiony na kredyt.

Innymi słowy efekt krecji pieniądza – w połączeniu ze wzrostem dochodu do dyspozycji – powinny przeważać nad potencjalnym spadkiem stopy oszczędności, skutkując dalszym wzrostem poziomu oszczędności w gospodarce, choć struktura tych oszczędności może ulec zmianie. Spadek oprocentowania lokat bankowych powinien generować dalszy wzrost zainteresowania alternatywnymi – wobec depozytów bankowych – formami oszczędzania/inwestowania (przy założeniu, że utrzymujące się ultraniskie stopy procentowe nie zmienią opłacalności obecnych modeli biznesowych np. banków lub TFI w takim stopniu, że wpłyną na podaż różnych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych).

W szczególności powinien nastąpić wzrost zainteresowania: (1) funduszami inwestycyjnymi, (2) obligacjami korporacyjnymi oraz (3) produktami inwestycyjno-ubezpieczeniowymi, które z jednej strony charakteryzują się wyższą oczekiwaną stopą zwrotu, a z drugiej są to segmenty rynku o znacznie niższej penetracji niż w krajach rozwiniętych. Skala zmian w alokacji aktywów gospodarstw domowych powinna być jednak stopniowa (w odróżnieniu od innych typów inwestorów inwestorzy indywidualni rzadko dokonują zmian w portfelach i niezależnie od poziomu stóp pozostawiają większość kapitału w inwestycjach o niskim profilu ryzyka) i determinowana dynamiką rynkową.

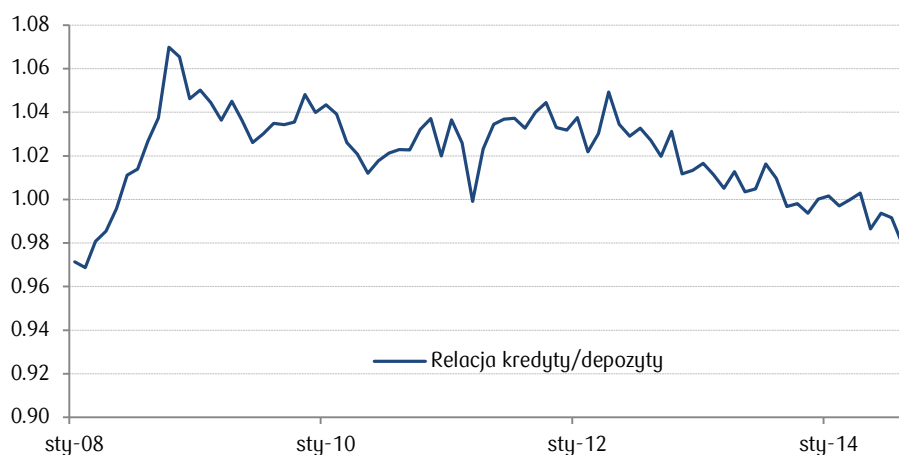
Zjawisko zwiększania udziału inwestycji ryzykownych (przede wszystkim funduszy akcyjnych) w portfelach wystąpi prawdopodobnie głównie w segmencie klientów zamożnych oraz klientów młodych. Pierwsza grupa posiada wyraźnie wyższą skłonność do ryzyka niż ogół gospodarstw domowych i częściej dokonuje zmian alokacji aktywów pod wpływem bieżących zmian ich względnej atrakcyjności. Druga generalnie częściej decyduje się na inwestycje na rynku akcji bezpośrednio lub

Krecja pieniądza przez sektor bankowy udzielający nowych pożyczek*



Źródło: McLeay, Radia, Thomas (2014), tłumaczenie PKO Bank Polski; *model prezentuje uproszczony obraz rzeczywistości oraz wielkości i struktury bilansów poszczególnych sektorów.

Relacja kredyty/depozyty (skor. o FX) w Polsce



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

poprzez fundusze inwestycyjne (Sule, 2010), co potwierdza również *Diagnoza Społeczna* – zwykle tłumaczy się to dłuższym horyzontem inwestycyjnym.

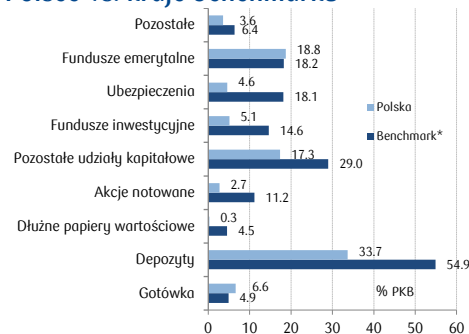
Jednym z ważniejszych czynników determinujących skalę realokacji aktywów w kierunku instrumentów bardziej ryzykownych będzie dynamika rynkowa. Z badań przeprowadzonych na gospodarstwach amerykańskich, brytyjskich i hiszpańskich (Antzoulatos i Tsomas, 2010) wynika, że zachowanie rynku akcji w większym stopniu niż stopy procentowe determinuje decyzje inwestycyjne gospodarstw domowych.

W ciągu najbliższych lat alternatywą dla depozytów będzie stawał się rynek obligacji korporacyjnych i samorządowych, odblokowany przez nowe regulacje. Projekt nowelizacji ustawy o obligacjach, która zapewne wejdzie w życie w 2015 r., zakłada rozszerzenie katalogu podmiotów uprawnionych do emisji obligacji oraz możliwość emisji obligacji podporządkowanych i wieczystych. Środowisko niskich stóp procentowych wywoła również większe zainteresowanie firm emisjami i powinna wpływać na rozwój rynku wtórnego, który obecnie praktycznie nie istnieje – właścicielami 90% obligacji korporacyjnych są banki. Wprowadzenie nowych regulacji powinno wpływać na obniżenie wymogów kapitałowych tego typu inwestycji, a w konsekwencji zainteresowanie nimi gospodarstw domowych.

Benchmarki zewnętrzne wydają się potwierdzać w/w trendy i kierunek zmian w strukturze aktywów (patrz wykres obok). Konwergencja poziomu penetracji finansowej gospodarki do standardów zachodnich w długim terminie może częściowo niwelować zmniejszający się udział depozytów w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych.

Długoterminowo dynamika depozytów będzie narażona na większe fluktuacje względem dynamiki kredytów również za sprawą rozwoju rynku listów zastawnych (zjawisko obserwowane w Skandynawii), który może spowodować zmiany w strukturze pasywów banków; zwiększenie udziału papierów dłużnych kosztem udziału depozytów, co w bezpośredni sposób może przełożyć się na odwrócenie spadkowego trendu relacji kredyty/depozyty. Atrakcyjność tego rynku może dodatkowo rosnąć ze względu na fakt, że listy zastawne będą mogły mieć własny rating (różny od ratingu emitenta).

Wielkość i struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych w Polsce vs. kraje benchmarku

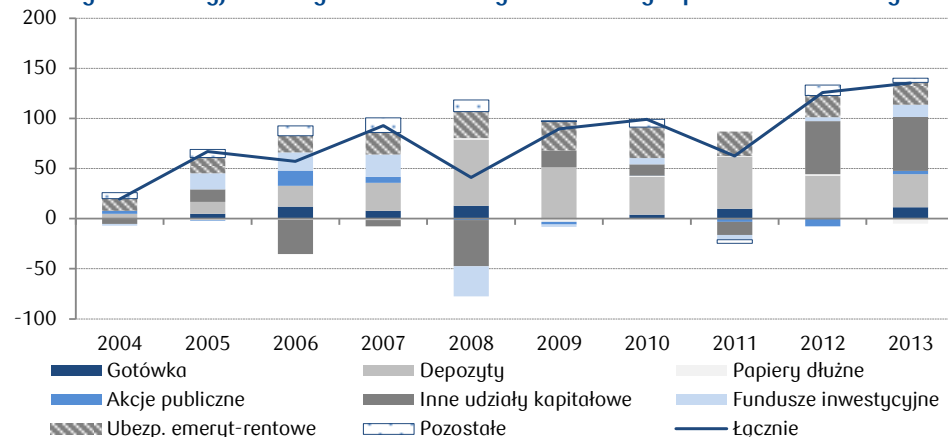


Źródło: NBP, Bundesbank, Eurostat, Fed, PKO Bank Polski.* mediana relacji dla krajów wchodzących w skład benchmarku (Czechy, Francja, Hiszpania, Niemcy, Szwecja, USA).

Alternatywą dla depozytów będzie stawał się rynek obligacji korporacyjnych i samorządowych, których atrakcyjność w środowisku niskich stóp procentowych rośnie.

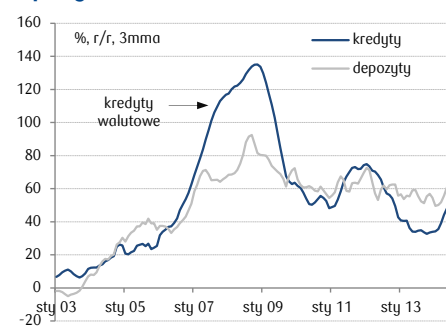
Środowisko niskich stóp procentowych wywoła również większe zainteresowanie firm emisjami i powinna wpływać na rozwój rynku wtórnego.

Zmiany transakcyjne* aktywów finansowych sektora gospodarstw domowych



Źródło: NBP, PKO Bank Polski. *oczyszczone ze zmian wynikających z wahań cen aktywów.

Porównanie dynamiki kredytów i depozytów w Polsce



Źródło: NBP, PKO Bank Polski.

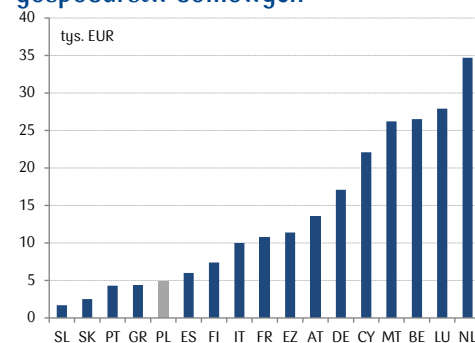
IV. Oszczędności w krajach strefy euro* i w Europie Środkowo-Wschodniej

Mediana oszczędności finansowych gospodarstw domowych w poszczególnych krajach strefy euro jest zróżnicowana silniej niż dochody w tych krajach. Dla całej strefy wynosi 11,4 tys. EUR (przy wyłączeniu obowiązkowych planów emerytalnych), wahając się od 1,7 tys. EUR (Słowenia) do 34,7 tys. EUR (Holandia). Niższe od przeciętnych są m.in. oszczędności we Francji (10,7 tys. EUR) i Włoszech (10,0 tys. EUR), ale w dużej mierze wynika to z braku uwzględnienia obowiązkowych oszczędności emerytalnych.

Oszczędności finansowe posiada 96,8% gospodarstw strefy euro i niemal wszystkie (96,4%) „przynajmniej część” z nich lokują na depozytach. Członkowie 33,0% gospodarstw posiadają ubezpieczenia na życie lub dobrowolnie odkładają na emeryturę, członkowie 11,4% gospodarstw inwestują w fundusze inwestycyjne, a 10,1% w akcje. W obligacje inwestuje 5,4%. Zróżnicowanie profilu inwestycji w zależności od kraju jest bardzo duże, np. członkowie zaledwie 4,6% włoskich gospodarstw posiadają akcje, podczas gdy w obligacje inwestuje 14,6% (NB. w rękach indywidualnych włoskich inwestorów znajduje się około 19% włoskich obligacji skarbowych, co jest w części efektem zredukowanego opodatkowania zysków z obligacji skarbowych). Rynekem funduszy inwestycyjnych najbardziej zainteresowani są Finowie, Luksemburczycy i Belgowie – część środków za ich pośrednictwem inwestuje odpowiednio 27,4%, 19% i 17,6% z nich.

74,7% oszczędności finansowych w strefie euro znajduje się w rękach 20% najzamożniejszych gospodarstw. Największe rozwarstwienie występuje w Portugalii (odsetek oszczędności w rękach 20% najbogatszych sięga 79,5%) i Słowenii (77,6%), a najmniejsze w Holandii (49,7%), na Malcie (59,5%) i w Belgii (63,1%). Analiza alternatywnej miary rozwarstwienia, czyli relacji pomiędzy średnią a medianą oszczędności wskazuje z kolei, że największe dysproporcje pomiędzy oszczędnościami gospodarstw występują w Niemczech i Austrii.

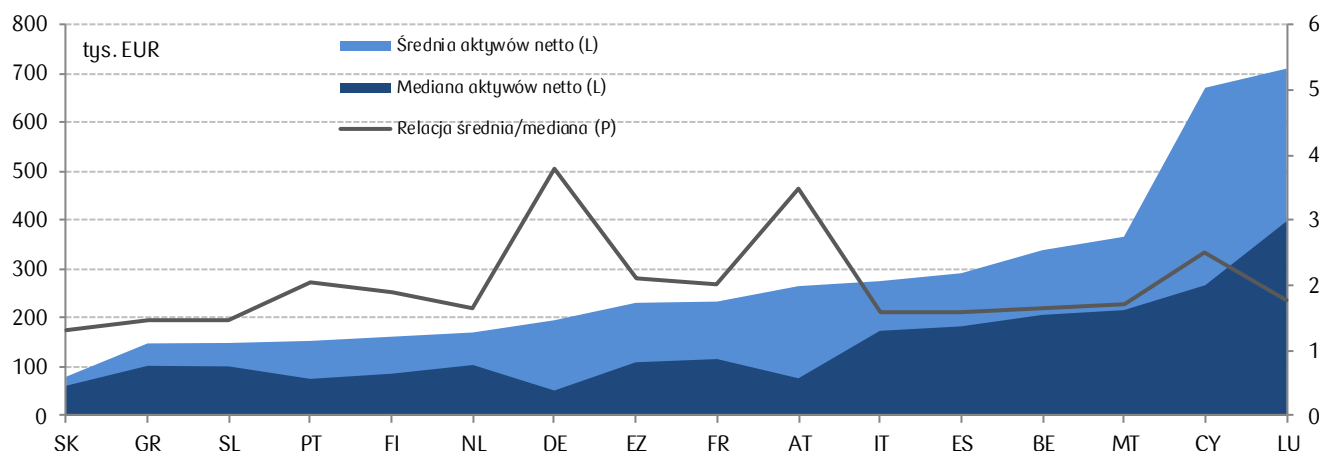
Przeciętne aktywa finansowe gospodarstw domowych*



Uwaga: Dla Polski uwzględniono dane z rachunków finansowych NBP dla kategorii uwzględnionych w badaniu. Polski sektor gospodarstw domowych uwzględnia także mikrofirmy oraz rolników.

* z wyłączeniem obowiązkowych oszczędności emerytalnych. Kategoria obejmuje depozyty, fundusze inwestycyjne, papiery wartościowe, ubezpieczenia i dobrowolne oszczędności emerytalne. Źródło: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey

Rozwarstwienie oszczędności w państwach strefy euro



Źródło: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, PKO Bank Polski.

Uwaga: dla Polski brak jest danych o rozkładzie oszczędności, ale można założyć, że jest on bardzo zbliżony do obserwowanego na Słowacji

* badanie Eurosystem Household Finance and Consumption Survey zostało przeprowadzone w 2011 r., więc nie uwzględnia państw członkowskich, które przystąpiły do wspólnoty w przeciągu ostatnich trzech lat.

• **Oszczędności w krajach strefy euro**

Dominującą pozycją w strukturze oszczędności gospodarstw domowych w strefie euro są depozyty, których udział waha się od 33,9% (Holandia) do 80,7% (Grecja). **Udział depozytów w oszczędnościach wyraźnie maleje wraz ze wzrostem zamożności kraju** (wyjątkiem jest Austria, gdzie wysoki poziom depozytów jest związany z niskim odsetkiem oszczędności lokowanych na dobrowolnych rachunkach emerytalnych). Najniższe udziały depozytów występują w krajach najbogatszych: w Holandii, Francji, Belgii oraz we Włoszech i na Cyprze.

Udział akcji w portfelach gospodarstw domowych jest w strefie euro ponad dwukrotnie wyższy niż w Polsce (7,9% vs 3,0%), co wynika zapewne z bardziej rozwiniętych rynków kapitałowych w krajach zachodniej Europy. Największy udział akcje mają w portfelach Finów (26,8%), za nimi plasują się Francuzi, dla których jest on o ponad połowę niższy (11,6%). W najbliższych latach można się spodziewać wzrostu udziału akcji w portfelach gospodarstw domowych, ale proces ten będzie w przyszłości hamowany przez **rosnący udział inwestycji za pośrednictwem funduszy**. Średni odsetek tego typu inwestycji w strefie euro wynosi 8,7% (vs 5,5% dla Polski), choć porównanie to może być zaburzone przez nieco inne ujęcie obszaru funduszy w statystyce polskiej i europejskiej. W badaniu EHFCS oddzielną kategorią są dobrowolne oszczędności emerytalne, które w Polsce są znikome. **Kategorie funduszy emerytalnych, ubezpieczeń i funduszy inwestycyjnych łącznie stanowią aż 35% portfela oszczędności mieszkańca strefy euro, w Polsce zaledwie 15%** (nie biorąc pod uwagę ujętych w statystykach NBP obowiązkowych oszczędności emerytalnych).

Podział oszczędności pomiędzy fundusze i produkty emerytalno-ubezpieczeniowe jest bardzo zróżnicowany i wynika w dużej mierze z rozwiązań prawnych i podatkowych w poszczególnych krajach. Najbardziej skrajnym przykładem jest Holandia, gdzie dobrowolne składki emerytalne niemal ośmiokrotnie przekraczają udział funduszy w oszczędnościach. Udziały funduszy są z kolei wyższe w Finlandii, Austrii, Luksemburgu i Włoszech.

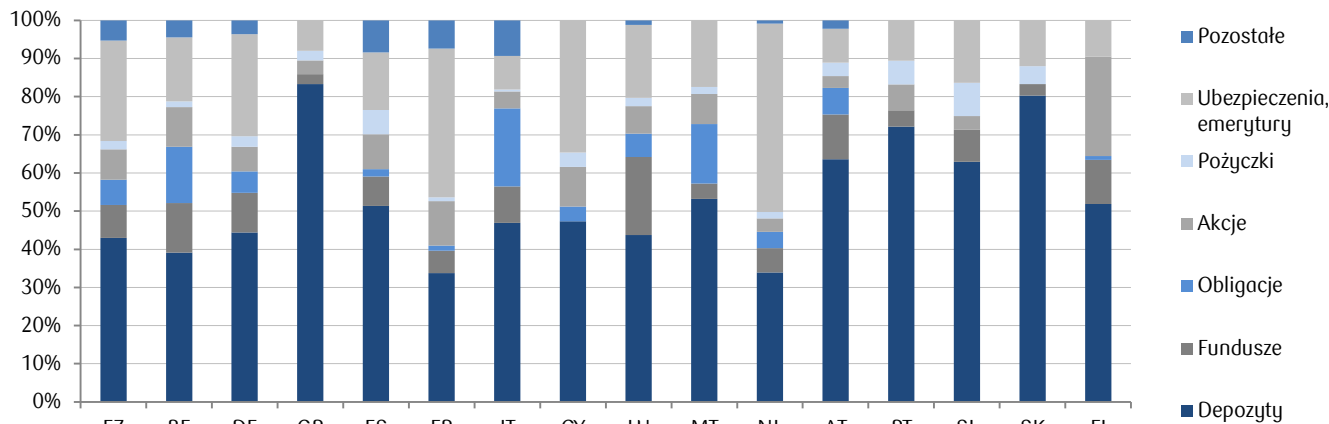
Udział depozytów w oszczędnościach wyraźnie maleje wraz ze wzrostem zamożności kraju, kiedy na popularności zyskują alternatywne formy oszczędzania.

Udział akcji w portfelach gospodarstw domowych jest w strefie euro ponad dwukrotnie wyższy niż w Polsce (7,9% vs 3,0%).

Kategorie funduszy emerytalnych, ubezpieczeń i funduszy inwestycyjnych łącznie stanowią aż 35% portfela oszczędności mieszkańca strefy euro, w Polsce zaledwie 15%.

Struktura oszczędności w poszczególnych państwach europejskich jest silnie determinowana przez rozwiązania prawne i podatkowe.

Struktura oszczędności w państwach strefy euro



Źródło: Eurosystem Household Finance and Consumption Survey, PKO Bank Polski.

• **Oszczędności w krajach Europy Środkowo-Wschodniej**

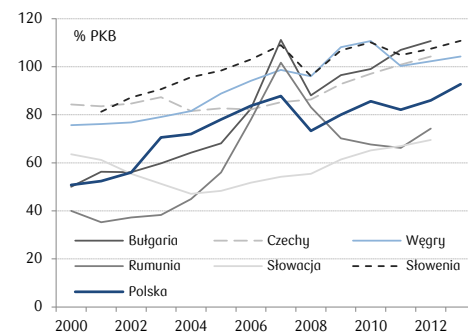
Polska charakteryzuje się niższym poziomem oszczędności (finansowych) gospodarstw domowych (mierzonym jako % PKB) niż inne państwa Europy Środkowej i Wschodniej (EŚiW, wykres). Ponadto około 20% oszczędności stanowią (obligatoryjne) udziały netto w funduszach emerytalnych. Po ich wyłączeniu poziom oszczędności spada z 92,7% PKB do 74,0% PKB, co stanowi drugą najniższą wartość wśród gospodarek regionu (por. wykres obok).

Od 2001 r. wyższe od Polski (5,1% r/r) przeciętne tempo wzrostu poziomu oszczędności (wyrażonego w % PKB) wykazują jedynie Bułgaria (7,6% r/r) i Rumunia (6,7% r/r), czyli państwa znajdujące się niżej na ścieżce konwergencji ekonomiczno-finansowej. Dla porównania na Słowacji dynamika ta kształtowała się na poziomie 0,9%, w Czechach 1,8%, na Węgrzech 2,6%, a w Słowenii 2,8%. Wynika to jednak głównie ze wzrostu obligatoryjnych oszczędności w funduszach emerytalnych. Po ich wyłączeniu, dynamika ta spada do 3,2% r/r, co daje Polsce wciąż trzecie miejsce w regionie (Bułgaria: 7,0% r/r, Rumunia: 6,7% r/r). Niemniej, konsekwencją tej zmiany jest wyraźny spadek różnicy dynamiki oszczędności w stosunku do pozostałych państw regionu (Słowenia: 2,6% r/r, Węgry: 2,5% r/r, Czechy: 1,5% r/r, Słowacja: -0,3% r/r).

W strukturze portfela oszczędności polskich gospodarstw domowych dominują aktywa o niskim poziomie ryzyka. Udziały gotówki (7,2%) oraz depozytów (36,4%) utrzymują się na podobnym poziomie, co w całym regionie EŚiW. Uwagę zwraca niższy udział akcji i udziałów kapitałowych (ok. 22% vs ok. 27%) i znacznie wyższy udział aktywów w funduszach emerytalnych (ok. 20% vs ok. 5%), co wynika z wprowadzonej w 1999 r. reformy systemu emerytalnego. Wśród państw EŚiW jedynie Słowacja z 14% udziałem aktywów zgromadzonych w funduszach emerytalnych oszczędnościach ogółem przekroczyła poziom 10%.

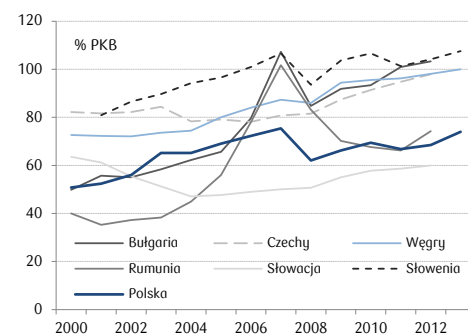
Polskę cechuje **przeciętny w skali regionu udział środków zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych (5,5%)**. Wyższy odsetek mają: Węgry (11,1%), Słowenia (6,6%) i Słowacja (5,8%). Polskę charakteryzuje także niski udział inwestycji w dłużne papiery skarbowe (0,3%). Średnia dla pozostałych państw regionu (ok. 2,7%) jest zawyżana przez Węgry, gdzie współczynnik ten osiągnął w 2013 r. poziom 9,2% ogółu.

Aktywa finansowe gospodarstw domowych (% PKB)



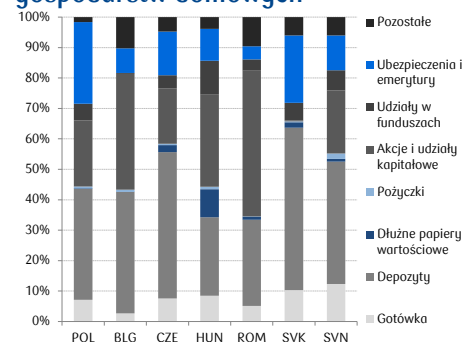
Źródło: Eurostat, NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Aktywa finansowe gosp. domowych bez funduszy emerytalnych (% PKB)



Źródło: Eurostat, NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych*



Źródło: Eurostat, NBP, PKO Bank Polski. *ostatnie dostępne dane.

Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych w państwach Europy Środkowej i Wschodniej (mld EUR)†

Instrumenty finansowe	2001*	2002*	2003*	2004*	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Gotówka	7,9	8,2	8,2	8,2	8,5	7,9	6,7	6,8	7,2	7,1	7,1	7,2
Depozyty	40,8	38,6	37,7	36,9	36,8	33,6	32,2	36,8	39,1	39,1	40,8	39,7
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	2,4	2,4	2,1	2,0	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,7
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	1,0	1,1	1,1	1,2	0,9	0,8	0,7	0,9	1,1	1,5	1,9	2,0
Instrumenty pochodne	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Krótkoterminowe pożyczki	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Długoterminowe pożyczki	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Akcje notowane	1,8	2,2	2,3	3,6	4,0	4,6	5,8	2,2	2,6	4,7	2,1	1,9
Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	29,7	29,6	30,2	28,2	26,1	24,7	26,3	25,4	24,7	22,9	25,4	24,9
Udziały w funduszach inwestycyjnych	2,7	4,0	4,1	4,6	6,5	6,6	6,3	4,4	5,0	5,2	4,6	5,0
Udziały netto w rezerwach ubezpieczeń na życie	3,7	4,0	4,2	4,4	4,9	4,6	4,3	4,4	5,0	5,3	5,4	5,5
Udziały netto w rezerwach funduszy emerytalnych	2,6	3,4	3,8	4,6	4,6	4,9	5,0	5,1	6,4	6,9	4,9	5,1
Przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia	1,1	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłacenia	5,4	4,6	4,5	4,4	4,5	9,3	10,5	11,3	6,4	4,9	5,6	6,2
Razem	153,2	170,5	181,1	214,3	278,0	350,4	436,9	429,7	427,3	453,3	448,4	487,5
% PKB	70,0	71,8	73,7	73,8	74,3	81,4	91,4	84,2	87,5	89,4	88,1	92,4

Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski. † EŚiW: Bułgaria, Czechy, Rumunia, Słowacja, Słowenia i Węgry; * bez Słowacji.

V. Długoterminowy benchmark i symulacje poziomu oszczędności w Polsce

• Jakościowy benchmark poziomu oszczędności dla Polski

W niniejszym rozdziale podejmujemy próbę zdefiniowania benchmarku konwergencji i dokonania symulacji długoterminowych trendów poziomu oszczędności (aktywów finansowych) w Polsce. Benchmark konwergencji definiujemy jako grupę krajów o poziomie rozwoju wyższym od Polski i o różnorodnych rozwiązaniach regulacyjno-podatkowo-prawnych.

W skład naszego benchmarku wchodzi **Czechy, Francja, Hiszpania, Niemcy, Szwecja i USA**. We wszystkich tych krajach poziom aktywów finansowych gospodarstw domowych jest istotnie wyższy niż w Polsce, przy medianie ponaddwukrotnie wyższej niż dla Polski (196% vs. 86% PKB; tabela).

Tak znaczna rozbieżność wskazuje na znaczny potencjał wzrostu aktywów finansowych gospodarstw domowych w Polsce, o ile sytuacja dochodowa ludności będzie się dalej poprawiać.

Aktywa finansowe gospodarstw domowych (% PKB)

Kraj	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Czechy	84.3	83.5	84.7	87.3	81.6	82.7	82.2	85.2	86.4	92.8	97.1	100.9	104.3
Francja	179.2	168.2	165.1	171.9	176.4	184.3	194.0	195.2	180.0	199.8	205.8	200.7	207.7
Hiszpania	166.5	162.4	153.2	162.6	166.9	175.0	187.8	182.3	156.6	169.7	168.2	168.7	174.5
Niemcy	171.7	171.7	167.7	177.3	180.8	188.8	182.9	184.3	173.9	188.4	186.5	180.5	185.2
Polska	50.8	52.4	56.0	70.6	72.0	78.1	83.7	87.8	73.3	80.0	85.6	82.1	86.0
Szwecja	153.6	155.3	160.7	174.0	177.5	205.2	221.6	216.1	198.3	229.4	239.8	225.0	235.3
USA	333.3	317.2	295.1	321.0	342.0	347.6	363.4	366.3	312.9	337.4	353.8	347.5	359.6

Źródło: Eurostat, Fed, BEA, PKO Bank Polski. USA wg SNA2008.

Jeśli chodzi o strukturę aktywów finansowych gospodarstw domowych, na tle wybranych krajów **Polskę** charakteryzuje **relatywnie wysoki udział gotówki, przy relatywnie niskim udziale papierów wartościowych i produktów ubezpieczeniowych**, co ma związek z poziomem rozwoju rynków finansowych oraz poziomemu zamożności społeczeństwa (podobnie jak w Czechach).

Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych wybranych krajów (% całości, 2012)

Instrumenty finansowe	Czechy	Francja	Hiszpania	Niemcy	Polska	Szwecja	USA
Gotówka	7.6	1.5	4.9	2.2	7.1	0.8	1.5
Depozyty	48.1	28.7	42.9	37.3	38.4	15.9	12.5
Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe	0.1	0.0	1.0	0.1	0.0	0.0	b.d.
Długoterminowe dłużne papiery wartościowe	2.2	1.5	2.3	4.2	0.6	1.4	6.5
Instrumenty pochodne	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	b.d.
Krótkoterminowe pożyczki	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	b.d.
Długoterminowe pożyczki	0.4	0.8	0.0	0.0	0.6	0.1	0.2
Akcje notowane	1.6	3.5	6.5	4.1	2.8	6.7	16.6
Akcje nienotowane i inne udziały kapitałowe	16.5	13.1	17.6	5.5	15.1	27.2	13.9
Udziały w funduszach wspólnego inwestowania	4.4	7.1	6.3	8.0	6.1	8.0	11.7
Udziały netto w rezerwach ubezpieczeń na życie	7.0	30.9	7.7	17.3	5.4	9.6	2.0
Udziały netto w rezerwach funduszy emerytalnych	6.1	3.9	6.1	14.5	20.4	26.4	31.8
Przedpłaty składek ubezpieczeniowych i rezerwy na niewypłacone roszczenia	1.2	2.2	1.3	6.1	1.7	2.6	b.d.
Pozostałe kwoty do otrzymania/zapłać	4.7	6.9	3.3	0.8	1.5	1.2	3.3

Źródło: Eurostat, Fed, BEA, PKO Bank Polski. Niemcy (ESA2010), dla USA (SNA2008) gotówka wraz z depozytami bieżącymi, brak podziału na krótko- i długoterminowe papiery dłużne oraz pożyczki.

Różnorodność porządków prawnych, regulacyjnych oraz uwarunkowań politycznych i historycznych pozwala sformułować kilka ogólnych zależności między parametrami otoczenia makroekonomicznego, a poziomem rozwoju systemu finansowego:

- **wzrost rozmiarów sektora finansowego (i oszczędności w gospodarce) jest skorelowany ze wzrostem gospodarczym;** im wyższa wydajność gospodarki (mierzona np. poziomem PKB *per capita*), tym wyższy poziom jej „ufinansowania”,
- **zamożność społeczeństwa determinuje udział w strukturze oszczędności bardziej zaawansowanych produktów oszczędnościowo-inwestycyjnych** (np. ubezpieczeniowych lub emerytalnych); im bogatszy kraj, tym wyższy udział tych produktów, kosztem niższego udziału tradycyjnych form oszczędzania (np. depozytów),
- **oszczędności związane z rynkiem kapitałowym (np. akcje lub udziały w funduszach inwestycyjnych) charakteryzują się wysoką procyklicznością i są wyższe w krajach o wyższym poziomie rozwoju rynku finansowego.**

Powyższe zależności dotyczą jednakże sytuacji, w której stopy procentowe zmieniały się wraz z następującymi po sobie w odstępach kilkuletnich wahaniami cyklicznymi gospodarki. W obecnej sytuacji utrzymywanie się ultraniskich stóp procentowych przez dłuższy okres może te zależności zniekształcać.

• Symulacja długoterminowego poziomu oszczędności w Polsce

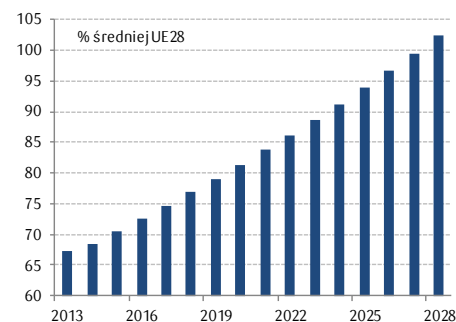
Zakładając (względnie optymistycznie), że różnica tempa wzrostu PKB między Polską a przeciętną UE utrzymywac się będzie na średnim poziomie z ostatnich 10 lat, Polska osiągnie przeciętny w UE poziom dochodu *per capita* za 10-15 lat (w zależności od zmian parytetu siły nabywczej złotego). **Utrzymanie takiego tempa konwergencji Polski do średniej UE przekładałoby się na ok. 8-9% CAGR dla aktywów finansowych i depozytów gospodarstw domowych.**

Symulacji długoterminowego trendu aktywów finansowych gospodarstw domowych dla Polski dokonaliśmy w oparciu o medianę przyrostów transakcyjnych aktywów w wybranych krajach OECD od momentu, kiedy miały one relację aktywów finansowych do PKB zbliżoną do bieżącej relacji w Polsce (za punkt startowy dla Polski przyjęto relację aktywów finansowych do PKB na koniec 2013 r.).

Przeciętny roczny przyrost aktywów finansowych w sektorze gospodarstw domowych dla państw w próbie wynosi ok. 5% PKB (patrz wykresy na następnej stronie). **Mediana dynamiki potencjalnego PKB w grupie krajów wykorzystanych do symulacji wyniosła 3,7% rocznie, a mediana CAGR dla kredytów 10,6% (dynamiki zbliżone do analogicznych wskaźników dla Polski).**

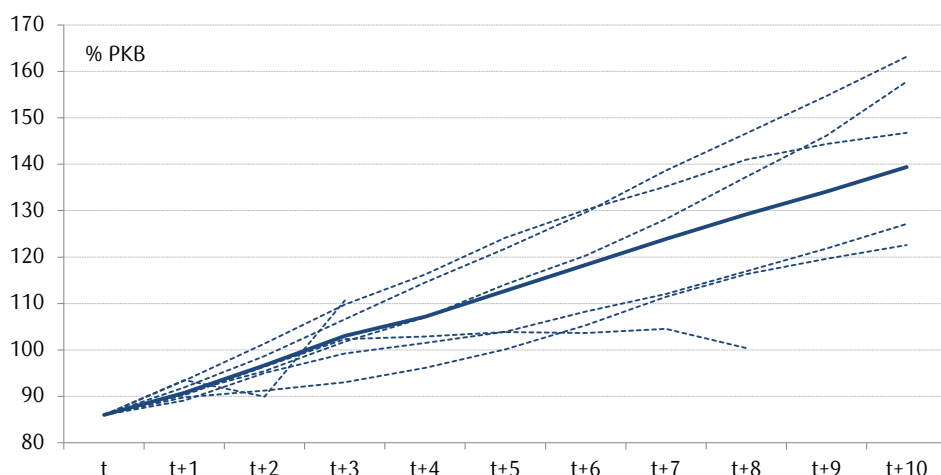
Zważywszy, że próba częściowo pokrywa okres boomu kredytowego oraz biorąc pod uwagę spadek potencjalnego wzrostu PKB, CAGR dla kredytów w przyszłości prawdopodobnie będzie niższy, stąd też symulowany scenariusz należy traktować jako optymistyczny (górne ograniczenie potencjalnych projekcji).

Symulacja doganiania przeciętnego dochodu *per capita* w UE przez Polskę



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Symulacja poziomu aktywów finansowych gospodarstw domowych

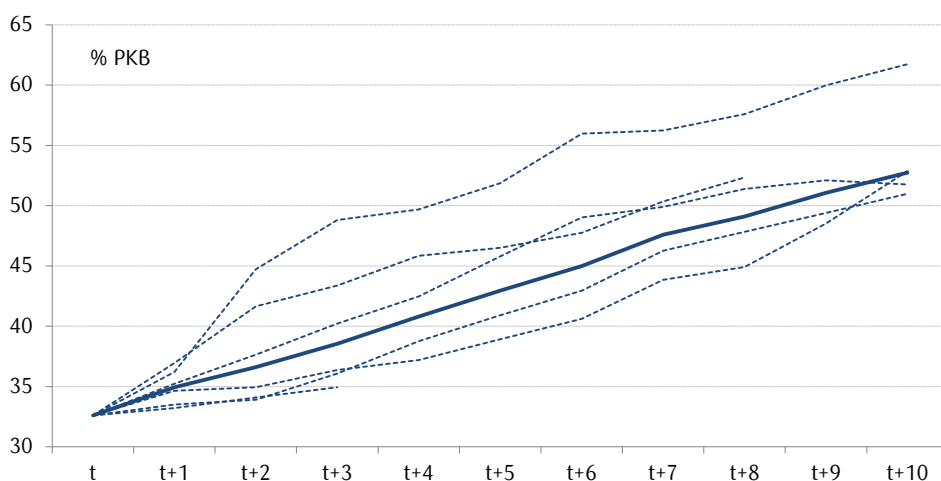


Źródło: OECD, PKO Bank Polski. Państwa w próbie: Austria, Czechy, Estonia, Finlandia, Meksyk, Norwegia, Słowenia. Pogrubiona ciągła linia oznacza medianę według przyrostów.

Przeciętny roczny przyrost aktywów finansowych w sektorze gospodarstw domowych wyniósł w grupie benchmarkowej w analizowanym okresie 5% PKB...

Symulacja wzrostu depozytów gospodarstw domowych wskazuje na wolniejsze tempo przyrostu depozytów – niż aktywów finansowych ogółem – skutkując spadkiem udziału depozytów bankowych w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych.

Symulacja wzrostu depozytów gospodarstw domowych

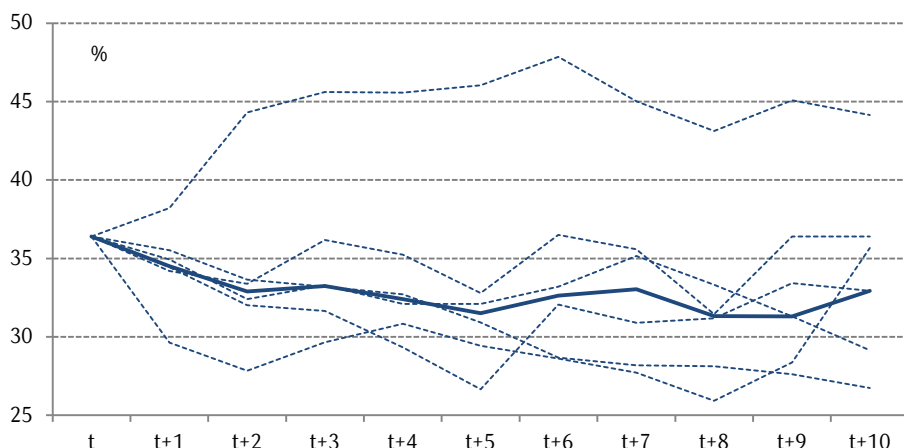


Źródło: OECD, PKO Bank Polski. Państwa w próbie: Austria, Czechy, Estonia, Finlandia, Meksyk, Norwegia, Słowenia. Pogrubiona ciągła linia oznacza medianę według przyrostów.

... podczas gdy przeciętny roczny przyrost depozytów gospodarstw domowych wyniósł w tym czasie 2% PKB.

Biorąc pod uwagę próbę krajów poddanych analizie, można odnotować, że Polska ma nadal potencjał do wzrostu zarówno w zakresie tradycyjnych, jak i alternatywnych form oszczędzania gospodarstw domowych (depozyty, udziały w funduszach inwestycyjnych (patrz wykresy poniżej)). Warunkami koniecznymi do wykorzystania tego potencjału jest kontynuacja szybkiego wzrostu gospodarczego połączona z dynamicznym wzrostem dochodów ludności.

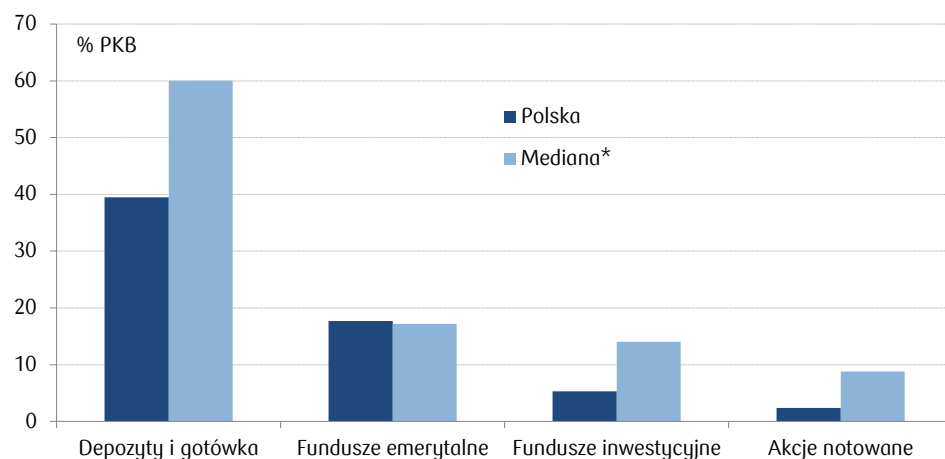
Symulacja udziału depozytów w aktywach finansowych gosp. domowych



Źródło: OECD, PKO Bank Polski. Państwa w próbie: Austria, Czechy, Węgry, Finlandia, Norwegia, Słowenia.

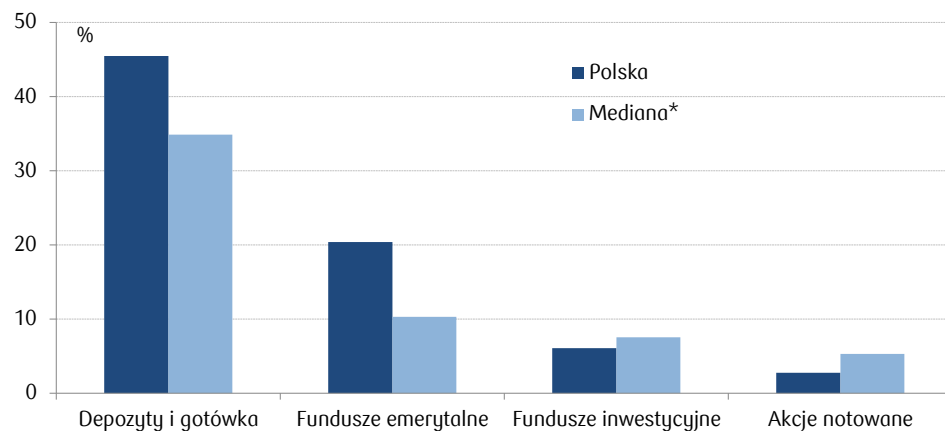
... w rezultacie przeciętny roczny spadek udziału depozytów w aktywach finansowych gospodarstw domowych to 0,3pp rocznie.

Penetracja różnych form oszczędzania gospodarstw domowych (2012, %PKB)



Źródło: Eurostat, Fed, PKO Bank Polski.*Mediana dla Czech, Francji, Hiszpanii, Niemiec, Szwecji oraz USA.

Udział różnych form oszczędzania gospodarstw domowych w aktywach finansowych ogółem (2012, %)



Źródło: Eurostat, Fed, PKO Bank Polski.*Mediana dla Czech, Francji, Hiszpanii, Niemiec, Szwecji oraz USA.

VI. Oszczędności emerytalne w III filarze – ekstrawagancja czy konieczność?

Istotne ograniczenie „przymusowego” oszczędzania na emeryturę w Polsce w ramach II filara w trakcie 2014 r. oraz niewielkie zainteresowanie zapisami do OFE przez osoby dopiero wchodzące na rynek pracy wywiera niekorzystny wpływ na gromadzenie oszczędności w gospodarce. Oszczędności w III filarze, ze względu na ich dobrowolny charakter, pozostają niskie (przy czym niska partycypacja w dobrowolnych systemach jest typowa także dla krajów wysokorozwiniętych). Obejmują one aktywa w Pracowniczych Programach Emerytalnych (PPE) oraz na Indywidualnych Kontach Emerytalnych (IKE) i Indywidualnych Kontach Zabezpieczenia Emerytalnego (IKZE). **Wartość aktywów zgromadzonych w III filarze na koniec 2013 r. wyniosła niespełna 14 mld zł (ok. 1% PKB).**

Wartość aktywów zgromadzonych w III filarze na koniec 2013 r. wyniosła niespełna 1% PKB.

Oszczędności gospodarstw domowych w III filarze w Polsce (mld zł)

III filar	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PPE	1,7	2,8	3,8	3,6	5,0	6,3	6,6	8,4	9,4
IKE	0,7	1,3	1,9	1,6	2,2	2,7	2,8	3,5	4,3
IKZE	x	x	x	x	x	x	x	0,1	0,1
razem	2,4	4,1	5,7	5,2	7,2	9,0	9,4	11,9	13,8
% PKB	0,2	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8

Źródło: KNF, GUS, PKO Bank Polski.

Ograniczenie roli OFE jako inwestora instytucjonalnego zdolnego do finansowania długoterminowych projektów oznacza, że sektor bankowy oraz inwestorzy zagraniczni pozostają głównymi źródłami finansowania gospodarki. Sektor bankowy w związku z wdrażaniem w życie zasad ostrożnościowych dyrektywy CRD IV będzie musiał znaleźć długoterminowe, stabilne źródła finansowania akcji kredytowej. **Niedobór długoterminowych, stabilnych oszczędności krajowych może oznaczać, że banki mogą mieć ograniczone możliwości finansowania dużych, długoterminowych projektów inwestycyjnych, np. w energetyce lub w zakresie infrastruktury.** To z kolei oznacza to konieczność poszukiwania dodatkowych źródeł finansowania zagranicą. Ma to jednak negatywne konsekwencje w postaci presji na wzrost zadłużenia zagranicznego oraz związany z tym wzrost długoterminowego ryzyka makroekonomicznego.

Niedostatek długoterminowych stabilnych oszczędności krajowych oznaczać będzie, że banki będą musiały ograniczać finansowanie projektów długoterminowych.

Pogarszająca się demografia, niska innowacyjność przedsiębiorstw oraz spadek napływu środków z UE po 2020 r. (obecnie uzupełniających niedobory oszczędności krajowych) oznacza, że **Polska gospodarka stanie w obliczu „pułapki średniego dochodu”, a dodatkowym wyzwaniem będą rosnące obciążenia budżetu państwa wypłatami dla coraz liczniejszej grupy osób przechodzących na emeryturę.**

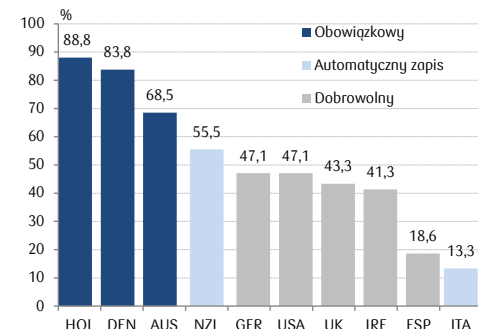
Oszczędności w III filarze, wygenerowane ze źródeł krajowych, mogą przynajmniej częściowo zapełnić lukę finansowania gospodarki, dodatkowo łagodząc spadek stopy zastąpienia oraz poprawiając równowagę zewnętrzną gospodarki (mniejsza presja na zadłużanie się zagranicą). Zwiększenie stopy oszczędności w gospodarce może także przyczynić się do wzrostu prorozwojowych inwestycji kapitałowych/wydatków na badania i rozwój (B+R) poprzez niższe koszty pozyskania/użytkowania kapitału (jednakże nie jest to ani warunek konieczny ani wystarczający do pożądanego wzrostu tychże nakładów w gospodarce.)

Zachęty podatkowe nie są w praktyce skutecznym mechanizmem stymulowania wzrostu oszczędności. Nie skłaniają one do uczestnictwa w dobrowolnych systemach oszczędzania (zarówno w Polsce, jak i w innych krajach). Co więcej, często okazują się one transferem od mniej zamożnych do bogatszych grup społecznych (te ostatnie w znacznej mierze biorą udział w takich systemach).

Według badań OECD, scenariusz wzrostu oszczędności długookresowych w ramach III filaru, które uzupełniają niedobory oszczędności emerytalnych po zmianach związanych z OFE, byłby możliwy do realizacji przy spełnieniu następujących warunków:

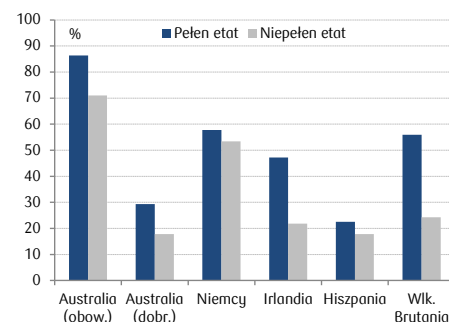
- Oszczędzanie w III filarze będzie **powszechne** (chodzi głównie o partycypację osób o niższych dochodach, osoby o wysokich dochodach i tak mają wysoką stopę oszczędności).
- **Dopłata z budżetu państwa dla składek osób o najniższych wynagrodzeniach**, zastępująca zachęty podatkowe do gromadzenia oszczędności tego typu (należy pamiętać, że same zachęty nie są w stanie wygenerować powszechności systemu, co więcej, mogą okazać się formą transferu pieniędzy od osób biedniejszych do osób zamożnych obecnie partycypujących w systemach dobrowolnych). Przymusowe oszczędzanie osób o niskich dochodach może negatywnie wpłynąć na takie aspekty ich wydatków jak edukacja dzieci, która byłaby kontrproduktywna z punktu widzenia gospodarki. Badania OECD pokazują, że z tego typu zachęt podatkowych korzystają głównie osoby zamożne, a dopłaty rzeczywiście zachęcają do uczestnictwa osoby o niskich dochodach (dobrowolny wzrost uczestnictwa koreluje się także ze wzrostem zamożności społeczeństwa).
- Dopłata z budżetu państwa musi być **neutralna z punktu widzenia deficytu budżetowego**, co oznacza, że zmienić się musi struktura wydatków, a nie ich poziom. W innym wypadku zwiększanie bieżącego zadłużenia oznaczać będzie – podobnie jak było w przypadku nabywania obligacji przez OFE – że nie zostanie przesunięte w czasie (z przyszłości na obecną chwilę) finansowanie wydatków przyszłych emerytur.
- **Zjawisko „gapowicza”** (wykorzystywanie dopłat mimo posiadania wyższych, nierejestrowanych dochodów) w przypadku pracowników pracujących w szarej strefie **będzie ograniczone**.
- **Osoby pracujące w innej formie niż pełen etat będą także objęte systemem** (badania OECD pokazują, że udział osób pracujących na umowach tymczasowych/na niepełny etat w krajach wysokorozwiniętych jest wyraźnie niższy niż osób pracujących na pełnym etacie w tego typu systemach).
- **Promowanie pozytywnych postaw wobec oszczędzania** (vs. negatywna kampania dotycząca oszczędzania w OFE), przy jednoczesnym uregulowaniu sposobu pobierania wynagrodzenia od zarządzania środkami w III filarze. Determinuje to polityczną trwałość wprowadzanych rozwiązań oraz zwiększa wiarygodność i zaufanie do systemu. W innym przypadku powszechność systemu będzie odebrana jako dodatkowy podatek, a polityczna przyszłość III filaru byłaby niepewna.
- **Odpowiednie „wymiarowanie” systemu** dostosowanego do możliwości firm i pracujących, w tym **wprowadzenie okresu przejściowego przy**

Udział w prywatnych systemach emerytalnych wg formy zatrudnienia



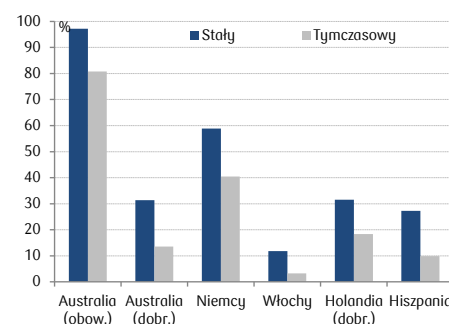
Źródło: OECD Pensions at glance 2013. Automatyczny zapis oznacza, że jest się z mocy ustawy przypisanym do systemu, ale można z niego zrezygnować.

Udział w prywatnych systemach emerytalnych wg formy zatrudnienia



Źródło: OECD Pensions Outlook 2012.

Udział w prywatnych systemach emerytalnych wg typu kontraktu



Źródło: OECD Pensions Outlook 2012.

dochodzeniu do docelowych wielkości składek płaconych przez przedsiębiorców (w szczególności mniejszych firm) w połączeniu z zachętami do inwestycji, które zwiększają wydajność pracy. Da to firmom czas na przygotowanie się do absorpcji szoku w postaci wzrostu kosztów pracy.

Skuteczność gromadzenia oszczędności zależeć będzie od także ogólnych warunków makroekonomicznych, w tym tempa wzrostu PKB i tempa wzrostu płac. Dlatego **upowszechnienie III filaru oszczędności emerytalnych powinno być elementem szerszego programu reform i modernizacji gospodarki**, której efektem będzie wzrost wydajności pracy. Zmiany w zasadach działania III filaru emerytalnego w Polsce powinny być wprowadzone jak najszybciej, dlatego, że ich pozytywne efekty będą się ujawniać stopniowo i mogą nie zdążyć zneutralizować działania negatywnych dla polskiej gospodarki czynników, które wystąpią po końcu obecnej dekady.

Uczestnictwo w prywatnych systemach emerytalnych w krajach OECD w 2010 (odsetek aktywnych zawodowo).

	Obowiązkowe	Dobrowolne		
		Pracownicze	Indywidualne	Ogółem
Australia	68.5	n.a.	19.9	19.9
Austria	n.a.	12.3	25.7	..
Belgia	n.a.	42.3	..	..
Kanada [^]	n.a.	33.5	33.1	..
Chile	73.7	n.a.	..	..
Czechy	n.a.	n.a.	61.2	61.2
Estonia	67.1	n.a.	..	..
Francja	n.a.	17.3	5.3	..
Niemcy	n.a.	22.5	36.9	47.1
Grecja	n.a.	0.3	..	..
Węgry*	45.4	n.a.	18.9	18.9
Irlandia**	n.a.	31.0	12.0	41.3
Izrael	75.9	..	..	..
Włochy	n.a.	7.6	6.2	13.3
Korea	n.a.	14.6	36.5	..
Meksyk	57.7	1.6	n.a.	1.6
Holandia	88.0	n.a.	28.3	28.3
Nowa Zelandia	n.a.	8.2	55.5	..
Norwegia	65.8	..	22.0	..
Polska	54.8	1.3	..	..
Portugalia	n.a.	3.1	5.6	..
Słowacja	n.a.	n.a.	43.9	43.9
Słowenia	n.a.	..	..	38.3
Hiszpania***	n.a.	3.3	15.7	18.6
Szwajcaria	70.1	n.a.	..	..
Wlk. Brytania	n.a.	30.0	11.1	43.3
Stany Zjednoczone	n.a.	41.6	22.0	47.1
Mediana (bez Polski)	69.3	14.6	22.0	38.3

Źródło: OECD. [^]dane obejmują osoby, które dokonały wpłat w 2010 r., * odsetek objętych obowiązkowym systemem spałt w 2011 r. do 1,5%, ** odsetek pracujących, *** dla 2005/2006.

Załącznik 1. Uproszczony schemat pojęć i procesu tworzenia oszczędności w gospodarce

	mld zł
Produkcja globalna – łączna wartość wytworzonych produktów i usług w gospodarce	3328,4
– zużycie pośrednie – nieosobowe koszty produkcji tj. materiałów, energii, usług obcych.	1875,9
= Produkt krajowy brutto – wartość wytworzonych dóbr i usług pomniejszona o koszty nieosobowe (zużycie pośrednie) uwzględniająca saldo podatków i dotacji produktowych (czyli wyrażona w cenach rynkowych)	1635,7
– saldo podatków od produktów i dotacji do produktów	183,2
= Wartość dodana brutto – wartość wytworzonych produktów i usług na terenie kraju pomniejszona o koszty nieosobowe (zużycie pośrednie) poniesione przy produkcji (bez salda podatków/dotacji od/do produktów, czyli wyrażona w tzw. cenach bazowych (producenta)).	1452,5
– koszty związane z zatrudnieniem	--
– saldo podatków i dotacji związanych z produkcją i importem	--
= Nadwyżka operacyjna brutto – jest w przybliżeniu „odpowiednikiem” zysku z działalności gospodarczej (ale zawiera koszty ubezpieczeń społecznych, które w zysku brutto dla firm nie są ujmowane)	848,3
+ dochody z własności (np. odsetki, czynsze)	--
– podatki	--
– składki na ubezpieczenia społeczne	--
+ świadczenia z ubezpieczeń społecznych	--
+ saldo z innych transferów socjalnych	--
= dochody do dyspozycji brutto – dochody, które są źródłem finansowania konsumpcji	1583,8
– konsumpcja	1289,7
+ korekta z tytułu zmian udziałów netto gosp. dom. w rezerwach f. emerytalnych	0[^]
= oszczędności brutto – część dochodów do dyspozycji nieprzeznaczona na konsumpcję. Jeżeli oszczędności są dodatnie - niewydatkowany dochód wykorzystany jest na nabycie aktywów (inwestycje) lub na spłatę zobowiązań. Jeśli oszczędności są ujemne - pewne aktywa są likwidowane lub narastają pewne zobowiązania.	294,1
– inwestycje	301,2
– zmiana zapasów	5,2
– transfery kapitałowe	-27,8 ^{^^}
= wierzycelności/ zadłużenie netto – środki dostępne na finansowanie potrzeb innych jednostek gospodarczych (wierzycelności netto) bądź środki, które jednostki gospodarcze muszą pożyczyć (zadłużenie netto), zadłużenie netto w skali kraju oznacza konieczność importu oszczędności i zwiększenie zadłużenia zagranicznego.	15,5
Stopa oszczędności brutto - relacja oszczędności brutto do dochodów do dyspozycji brutto (ilustruje skłonność do oszczędzania) lub do produktu krajowego brutto (obrazuje strukturę tworzenia oszczędności).	18,0% PKB

Źródło: GUS, PKO Bank Polski. Wg ESA95 dla 2013 r. [^]dla całej gospodarki efekt netto „przepływu” (księgowego) między sektorem instytucji finansowych i ubezpieczeniowych (~28 mld zł) a sektorem gospodarstw domowych zeruje się. ^{^^}rezydualnie.

Wartość dodana brutto	mln zł	Gospodarka	Przedsiębiorstwa	Inst. fin i ubez.	Sektor publiczny	Gosp.domowe
	2005	866,3	402,1	37,6	130,6	296,0
-koszty związane z zatrudnieniem	2006	931,2	440,8	41,7	136,6	312,1
-saldo podatków i dotacji związanych z produkcją i importem	2007	1 029,4	489,9	54,0	146,9	338,5
	2008	1 116,6	535,3	58,4	162,7	360,1
	2009	1 194,8	590,5	46,8	174,9	382,6
	2010	1 247,7	619,7	55,0	181,8	391,2
	2011	1 342,4	675,4	59,2	187,1	420,6
	2012	1 414,1	711,3	64,4	191,3	447,0
	2013	1 452,5	734,8	62,1	199,5	456,1
=nadwyżka operacyjna						
	2005	505,4	189,8	22,9	30,7	262,0
+dochody z własności	2006	542,4	207,5	25,2	31,4	278,3
-podatki	2007	602,5	230,2	36,2	32,5	303,5
-składki na ubez. społ.	2008	630,9	240,2	38,1	33,9	318,7
+świadczenia z ubez. społ.	2009	687,3	290,8	25,8	34,5	336,2
+saldo innych transferów socjalnych	2010	711,5	299,3	33,3	35,9	343,1
	2011	775,5	331,8	35,9	37,0	370,8
	2012	820,6	349,6	39,3	39,0	392,7
	2013	848,3	365,8	37,2	45,2	400,1
=dochody do dyspozycji brutto						
	2005	968,6	105,6	31,2	175,5	656,3
-spożycie (konsumpcja)	2006	1 036,7	108,6	31,2	200,6	696,2
+korekta z tytułu zmian udziałów netto gosp.dom. w rezerwach f. emerytalnych	2007	1 139,1	106,9	48,1	240,7	743,5
	2008	1 254,3	136,6	58,2	253,3	806,1
	2009	1 301,9	170,2	43,2	224,8	863,7
	2010	1 372,8	191,6	48,7	228,7	903,9
	2011	1 475,1	223,5	35,4	265,5	950,7
	2012	1 538,3	228,7	41,4	280,7	987,5
	2013	1 583,8	259,6	34,9	279,3	1 009,9
=oszczędności brutto						
	2005	167,4	105,6	7,5	-2,3	56,6
-inwestycje	2006	180,6	108,6	0,9	6,9	64,2
-zmiana zapasów	2007	216,2	106,9	24,8	29,6	54,8
-transfery kapitałowe	2008	233,0	136,6	60,1	17,1	19,1
	2009	232,0	170,2	4,4	-24,1	81,4
	2010	236,6	191,6	7,5	-39,7	77,2
	2011	266,4	223,5	32,0	-9,3	20,2
	2012	273,5	228,7	-2,9	-3,7	51,4
	2013	294,1	259,6	7,3	-15,8	43,1
=wierzitelności netto/zadłużenie netto						
	2005	-18,8	9,9	2,7	-40,0	8,6
	2006	-32,7	-8,2	-4,9	-38,5	18,9
	2007	-60,1	-52,4	17,6	-21,5	-3,7
	2008	-63,1	-21,1	53,0	-47,0	-48,0
	2009	-25,3	51,5	-1,9	-100,4	25,5
	2010	-38,6	60,3	2,5	-111,8	10,4
	2011	-43,2	52,2	26,8	-77,3	-44,9
	2012	-19,4	73,7	-8,1	-61,7	-23,3
	2013	15,5	110,8	2,1	-66,5	-31,0
Stopa oszczędności brutto	% dochodu do dyspozycji sektora					
	2005	17,3	100,0	24,2	-1,3	8,6
	2006	17,4	100,0	2,8	3,5	9,2
	2007	19,0	100,0	51,7	12,3	7,4
	2008	18,6	100,0	103,2	6,8	2,4
	2009	17,8	100,0	10,2	-10,7	9,4
	2010	17,2	100,0	15,4	-17,4	8,5
	2011	18,1	100,0	90,5	-3,5	2,1
	2012	17,8	100,0	-7,1	-1,3	5,2
	2013	18,6	100,0	20,9	-5,7	4,3
Stopa oszczędności brutto	% PKB					
	2005	17,0	10,7	0,8	-0,2	5,8
	2006	17,0	10,2	0,1	0,7	6,1
	2007	18,4	9,1	2,1	2,5	4,7
	2008	18,3	10,7	4,7	1,3	1,5
	2009	17,3	12,7	0,3	-1,8	6,1
	2010	16,7	13,5	0,5	-2,8	5,5
	2011	17,4	14,6	2,1	-0,6	1,3
	2012	17,1	14,3	-0,2	-0,2	3,2
	2013	18,0	15,9	0,4	-1,0	2,6

Źródło: GUS, PKO Bank Polski, wg ESA95.



Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny, jest przeznaczony wyłącznie dla klientów Grupy PKO Banku Polskiego i nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. Grupa PKO BP SA dołożyła wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. Klienci Grupy PKO BP SA ponoszą odpowiedzialność za skutki swoich decyzji inwestycyjnych, podjętych z uwzględnieniem informacji zamieszczonych w niniejszym materiale. Niniejszy materiał został przygotowany i/lub przekazany przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 zł.