

Rozdział 8

Kierunki zmian w aktywach finansowych polskich gospodarstw domowych w czasie kryzysu gospodarczego

8.1. Wprowadzenie

Nieskonsumowana część dochodów gospodarstw domowych tworzy ich majątek. Składniki tego majątku mogą mieć charakter nieruchomości, dóbr trwałych (przez analogię do finansów przedsiębiorstw można przyjąć okres ich użytkowania powyżej roku¹, jak np. samochód, meble, tzw. artykuły gospodarstwa domowego, elektronika) oraz dóbr nietrwałych zużywanych w krótszych okresach. Choć majątek trwały gospodarstw domowych nie podlega bieżącej wycenie rynkowej, może on służyć jako zabezpieczenie kredytów i pożyczek. Osobnym składnikiem majątku gospodarstw domowych są oszczędności ulokowane na rynku finansowym w postaci różnych instrumentów i produktów finansowych. Tak rozumiane aktywa finansowe podlegają bieżącej wycenie rynkowej w jednostkach pieniężnych. Kategoria gospodarstw domowych obejmuje osoby prywatne, rolników indywidualnych i przedsiębiorców indywidualnych zatrudniających do 9 osób łącznie.

Na początku lat 90. XX w. aktywami finansowymi polskich gospodarstw domowych były wyłącznie lokaty bankowe oraz gotówka, w dużej mierze w obcych walutach, przechowywana w domu. Było to spowodowane obawą

¹ Analogia ta nie oddaje istoty i zakresu różnic pomiędzy gospodarstwem domowym a przedsiębiorstwem. Szerzej o majątku przedsiębiorstw w: M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2007. Zagadnienia majątku i finansów gospodarstwa domowego w: D. Fatuła, *Zachowania polskich gospodarstw domowych na rynku finansowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010.

przed szybką dewaluacją złotówki, wynikającą z wysokiej inflacji². Udział depozytów walutowych we wszystkich lokatach bankowych gospodarstw domowych spadł z 90% pod koniec lat 80. do 33% w 1995 r., 17% w 2000 r. i 15% w 2005 r. Od 1991 r. oszczędności gospodarstw domowych zaczęły być także lokowane w akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw oraz obligacje Skarbu Państwa, a rok później w jednostki funduszy powierniczych, przekształconych następnie w towarzystwa funduszy inwestycyjnych i ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym. Jeszcze w 1995 r. wszystkie te formy lokat oszczędności poza depozytami bankowymi stanowiły tylko 5% łącznej wartości aktywów tej grupy podmiotów. Znaczący wzrost udziału innych form aktywów nastąpił po 1999 r., kiedy rozpoczęła się reforma emerytalna i otwarte fundusze emerytalne zaczęły zarządzać środkami gromadzonymi na przyszłe emerytury. Nastąpiło wówczas niemal podwojenie środków lokowanych w towarzystwach funduszy inwestycyjnych: z 1,7 mld zł pod koniec 1998 r. do 3,2 mld zł pod koniec 1999 r. Kolejnym przełomowym momentem, jeśli chodzi o strukturę aktywów finansowych polskich gospodarstw domowych, było wprowadzenie podatku od odsetek kapitałowych (popularnie zwanego podatkiem Belki) pod koniec 2001 r.

W grudniu 2001 r. wartość bankowych depozytów bieżących gospodarstw domowych spadła o prawie 3,5 mld zł, a depozytów terminowych o prawie 8,8 mld zł. Równocześnie wzrosła suma ponaddwuletnich depozytów terminowych o około 9,8 mld zł. Nastąpił więc wypływ z systemu bankowego depozytów o wartości około 2,5 mld zł. Wprowadzenie podatku spowodowało wydłużenie terminów depozytów do ponad 2 lat tylko dla około 6% wszystkich depozytów terminowych. Znacznie wzrosły aktywa funduszy inwestycyjnych i zakup obligacji. Wartość aktywów funduszy inwestycyjnych zwiększyła się z 7,12 mld zł pod koniec października do 10,32 mld zł na początku grudnia 2001 r. Wzrost wyniósł więc około 3,2 mld zł. Osoby fizyczne dokonały też w tym okresie zakupów obligacji na kwotę około 2,3 mld zł oraz zakupu polis ubezpieczeniowo-inwestycyjnych za około 200 mln zł. Zwiększenie się aktywów funduszy inwestycyjnych, zakup obligacji i polis ubezpieczeniowo-inwestycyjnych wyniosły około 5,7 mld zł, przewyższyło to o 3,2 mld zł wypływ środków z systemu bankowego. Środki te pochodziły prawdopodobnie z oszczędności przechowywanych w domu (co do których brak wiarygodnych danych) oraz z bieżących środków zgromadzonych w wyniku wstrzymywania się od konsumpcji.

² Część badań wskazuje, że ludzie ulegają tzw. iluzji pieniądza (R.H. Thaler, A. Tversky, *Myopic Loss Aversion in Financial Investment: An Experimental Study*, University of Chicago Press, Chicago 1996; E. Shafir, P. Diamond, A. Tversky, *Money Illusion*, „The Quarterly Journal of Economics” 1997, t. 112, s. 2), inne tego nie potwierdzają np. B. Liberda, T. Tokarski, P. Kaczorowski, *Wpływ stóp procentowych i stóp podatkowych na oszczędności i inwestycje*, „Gospodarka Narodowa” 2002, nr 1–2, s. 51, 53.

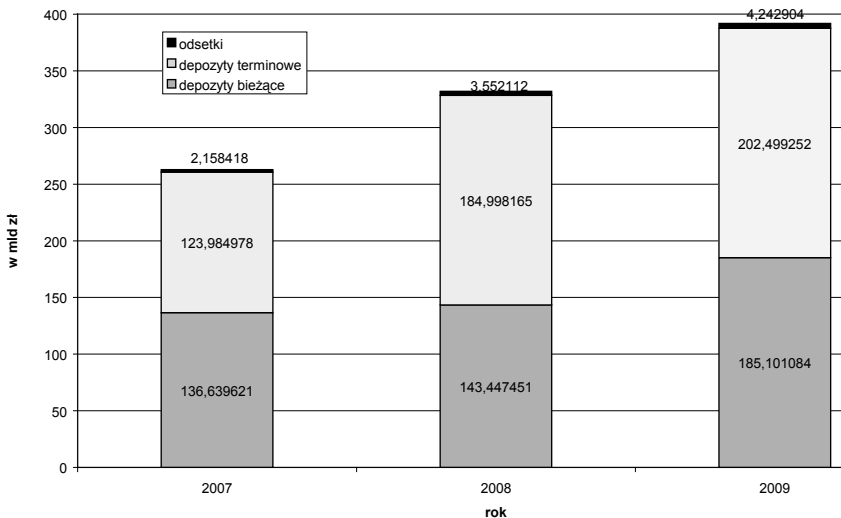
Celem opracowania jest pokazanie kierunków oraz przyczyn zmian w formach zagospodarowania wolnych środków przez gospodarstwa domowe w latach 2007–2009. Ponadto dokonano także próby oceny wpływu kryzysu gospodarczego na skłonność do oszczędzania oraz przyczyn ograniczonych umiejętności wyboru innych niż depozyty bankowe produktów finansowych.

8.2. Lokaty bankowe

Po wspomnianym znacznym spadku depozytów bankowych gospodarstw domowych w 2001 r., spadały one jeszcze przez trzy kolejne lata do ok. 210 mld zł w 2004 r. Na początku tego okresu wysokie bezrobocie nie sprzyjało gromadzeniu oszczędności. Spadek wartości depozytów terminowych wynikał z wykorzystywania części środków na bieżące potrzeby gospodarstw domowych, finansowania wyjazdów zagranicznych w poszukiwaniu pracy oraz lokowania w fundusze inwestycyjne, które zaczęły przynosić wyższe stopy zwrotu, niż wynosiły odsetki bankowe. Poprawa koniunktury na rynku pracy, która nastąpiła w 2005 r., spowodowała znaczny przyrost depozytów bieżących i dalszy spadek depozytów terminowych, głównie za sprawą transferu środków do funduszy inwestycyjnych przy utrzymującej się hossie na rynku kapitałowym. Kryzys finansowy i spadki cen na rynku akcji w IV kwartale 2007 r., a co za tym idzie, obniżenie się wartości większości jednostek funduszy inwestycyjnych spowodowały wycofywanie środków z funduszy inwestycyjnych i ich ponowne inwestowanie w bezpieczniejsze lokaty bankowe, czego wynikiem był znaczny przyrost wartości depozytów terminowych i ich udział procentowy we wszystkich rodzajach lokat bankowych.

Na koniec 2007 r. lokaty bankowe gospodarstw domowych wraz z odsetkami wynosiły 262,8 mld zł. W roku tym depozyty bieżące (136,6 mld zł) gospodarstw domowych pierwszy raz w historii były wyższe niż depozyty terminowe (126,2 mld zł – razem z odsetkami, por. rys. 1). Oprócz korzystnej koniunktury w gospodarce i na rynku pracy wynikało to z coraz powszechniejszego korzystania z usług bankowych (np. przelewów wynagrodzenia na konto bankowe zamiast wypłat gotówką), ale także z nieumiejętności efektywnego zarządzania wolnymi środkami, które nie są lokowane tak, aby przynosiły właścicielowi większy dochód niż bardzo niskie obecnie oprocentowanie depozytów bieżących. Rozwój usług finansowych pozwala dziś na lokowanie nawet niewielkich kwot na krótkie okresy (np. 10-dniowe), co nie ogranicza zbytnio płynności finansowej i dostępu do takich środków, przeznaczanych zwykle na bieżące wydatki. Znakomita większość lokat (92% bieżących i 86% terminowych) prowadzona była w złotówkach.

Rysunek 1. Depozyty bieżące, terminowe i odsetki gospodarstw domowych w latach 2007–2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W 2008 r. znacznie (o prawie 50% w stosunku do końca roku poprzedniego) przyrosły depozyty terminowe (do kwoty 188,5 mld zł, licząc z odsetkami). Depozyty bieżące zwiększyły się tylko o ok. 5% do kwoty 143,4 mld zł. W wyniku tego depozyty bieżące ponownie, jak w poprzednich latach, spadły poniżej wartości depozytów terminowych. Zjawiska te wynikały z pogorszenia sytuacji na rynku pracy (zwiększone oszczędzanie w obawie przed utratą pracy), medialnym nagłośnieniem skutków kryzysu, ucieczką od ryzykownych inwestycji (np. w jednostki funduszy inwestycyjnych) w bezpieczniejsze lokaty bankowe. Interesujące wydaje się to, że wzrósł udział depozytów terminowych w złotówkach (z 86% do 90%) i nie zmienił się w stosunku do poprzedniego roku udział depozytów złotych bieżących (ok. 92%). Może to świadczyć o zaufaniu do krajowej waluty mimo jej deprecjacji w tamtym okresie o ponad 20% w stosunku do euro i dolara.

W 2009 r. odwrotnie niż w roku poprzednim znacznie wzrosły (o prawie 30%) depozyty bieżące gospodarstw domowych (do 185,1 mld zł), a mniej (o ok. 10%) depozyty terminowe do 206,7 mld zł. Tendencja taka może zapowiadać wzmożoną skłonność do zakupów finansowanych z depozytów bieżących. Stosunkowo niewielki przyrost depozytów terminowych wskazuje na powrót popytu na bardziej ryzykowne aktywa, co zostanie omówione w dalszej części opracowania.

Pierwsza połowa 2010 r. przyniosła dalszy przyrost łącznych depozytów bankowych gospodarstw domowych. W ciągu półrocza depozyty bieżące

przyrosły o prawie 22 mld zł, co stanowi wzrost o 12%. Depozyty terminowe spadły natomiast o 6 mld zł (spadek o 3%). Potwierdza to tendencje do pozostawiania dochodów na rachunkach bieżących o dużej płynności w celu finansowania bieżących zakupów. Dane o sprzedaży detalicznej wskazują na przyspieszenie tempa wzrostu sprzedaży w cenach stałych³. O ile w pierwszych dwu miesiącach 2010 r. sprzedaż w stosunku do roku poprzedniego spadała o ok. 1–2%, o tyle w marcu wzrosła już o prawie 6%. Efekt umiejscowienia świąt Wielkanocnych dał jeszcze spadek sprzedaży w kwietniu o 4%, ale wstępne dane z kolejnych miesięcy pokazują przyspieszenie wzrostu do 5% w sierpniu i ponad 6% we wrześniu i październiku. W miesiącach tych gwałtownie wzrosła (o ok. 30%) sprzedaż droższych dóbr takich jak meble, sprzęt RTV i AGD. Mniejszy, ale również relatywnie wysoki przyrost odnotowały, wchodzące w skład sprzedaży detalicznej takie towary jak odzież i obuwie oraz pojazdy samochodowe (o ok. 20%). Częściowym wytłumaczeniem takiego skoku sprzedaży była zapowiedź podwyższenia podatku VAT o 1 pkt procentowy. Znamiennej jednak jest spadek sprzedaży detalicznej żywności (o ok. 2–4% w zależności od miesiąca, także w cenach stałych). Taka relacja zmian dynamiki sprzedaży dóbr tańszych (żywność, odzież, obuwie) w stosunku do droższych (pojazdy samochodowe, meble, sprzęt AGD i RTV) zachodzi w momencie przeświadczenia klientów o zakończeniu kryzysu i nadziei na poprawę ich własnej sytuacji finansowej. Na początku kryzysu obserwować można było dokładną odwrotną relację – spadała sprzedaż droższych towarów, a rosła tańszych, co ekonomia behawioralna interpretuje jako psychologiczną skłonność do rekompensaty rezygnacji z „większych przyjemności” na rzecz „mniejszych przyjemności”. Ryzyko utraty pracy czy zmniejszenia dochodów powstrzymuje też wtedy przed zaciąganiem dłuższych zobowiązań, związanych z zakupami drogiej dóbr.

8.3. Kredyty dla gospodarstw domowych jako ujemne aktywa finansowe

Wartość kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe w systemie bankowym systematycznie rosła od początku lat 90. XX w. Jednak największa dynamika ich przyrostu wystąpiła w dwóch kolejnych latach: 2007 i 2008 (odpowiednio 38% i 45% w stosunku do końca roku poprzedniego). W 2009 r. dynamika przyrostu spadła do ok. 14%. Trwający kryzys w 2008 r. paradoksalnie nasilił wręcz akcję kredytową, a w 2009 r. przyhamował tylko dynamikę wzrostu. Nagłaśniane od 2007 r. utrudnienia w udzielaniu kredytów (szczególnie walutowych, według wprowadzonej wcześniej przez nadzór finansowy tzw. rekomendacji S) mogły spowodować wzrost skłonności

³ Biuletyny Statystyczne 1-10, 2010, GUS, Warszawa, s. 174.

do zaciągnięcia kredytu w obawie przed ewentualnym wprowadzaniem dalszych restrykcyjnych warunków.

W 2007 r. polskie gospodarstwa domowe zadłużone były w bankach na łączną kwotę ok. 260 mld zł. Największy udział (47%) w tej kwocie miały kredyty na nieruchomości warte 122 mld zł. Kredyty konsumpcyjne warte 95 mld zł stanowiły 37% wszystkich kredytów (rys. 2). Wśród kredytów konsumpcyjnych stosunkowo duży udział miały kredyty w rachunku bieżącym (10,5 mld zł) oraz kredyty zaciągnięte z użyciem kart kredytowych (8,8 mld zł). Pod względem terminu najwyższą wartość (83,5 mld zł) miały kredyty o najdłuższym, ponad 20-letnim okresie spłaty, następnie od roku do 5 lat (62,3 mld zł) oraz od 10 do 20 lat (43,8 mld zł). Wśród wszystkich kredytów, walutowe stanowiły tylko ok. 28% wartości, ale wśród kredytów mieszkaniowych, przeważały już walutowe, stanowiąc 55% wartości kredytów zaciąganych na ten cel.

W grupie gospodarstw domowych przedsiębiorcy indywidualni prowadzący działalność gospodarczą na własny rachunek, na zasadzie wpisu do ewidencji gospodarczej i zatrudniający do 9 osób włącznie, byli zadłużeni w bankach na koniec 2007 r. na kwotę 25,5 mld zł. Kredyty te miały przede wszystkim charakter bieżący (na potrzeby prowadzonej działalności – 10,3 mld zł) i inwestycyjny – 8,7 mld zł. Rolnicy indywidualni zadłużeni byli na kwotę 17,4 mld zł, w tym na inwestycje 10,9 mld zł, a na bieżącą działalność 4,5 mld zł.

Jak już wspomniano w 2008 r. mimo kryzysu nastąpiło przyspieszenie akcji kredytowej. Łączna wartość kredytów w sektorze gospodarstw domowych osiągnęła poziom ok. 374 mld zł, w tym kredytów na nieruchomości 199 mld zł. Był to rekordowy przyrost w tym segmencie rynku o prawie 65% w stosunku do poprzedniego roku. Kredyty konsumpcyjne osiągnęły wartość 125,8 mld zł, przyrastając o 33%. Kredyty w rachunku bieżącym praktycznie nie zmieniły swojej wartości, a kredyty związane z funkcjonowaniem kart kredytowych przyrosły do poziomu 12,5 mld zł, zwiększając swoją wartość o 42%.

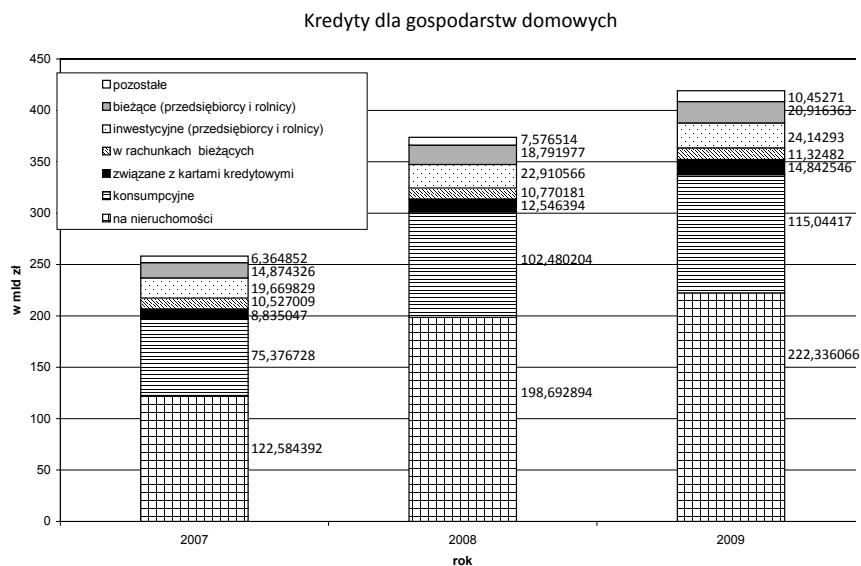
Udział kredytów walutowych w kredytach na nieruchomości wzrósł do 67%, co pociągnęło także wzrost udział kredytów walutowych we wszystkich kredytach do 40%. Pod względem terminów najszybciej (o 84% w stosunku do końca roku 2007) przyrosły w 2008 r. kredyty o terminach powyżej 20 lat – do kwoty 153,8 mld zł.

Stosunkowo dużo (o ok. 30%) przyrosły także w 2008 r. kredyty dla przedsiębiorców indywidualnych, osiągając wartość 34,3 mld zł, z czego kredyty w rachunku bieżącym wyniosły 13,7 mld zł, a kredyty inwestycyjne 11,3 mld zł. Niewiele natomiast (o ok. 7%) wzrosły w 2008 r. kredyty dla rolników indywidualnych do poziomu 18,6 mld zł, z czego kredyty w rachunku bieżącym wyniosły 5 mld zł, a kredyty inwestycyjne 11,6 mld zł.

W 2009 r. spadło tempo przyrostu udzielanych dla gospodarstw domowych kredytów do 14% w skali roku, a łączne zadłużenie omawianych pod-

miotów osiągnęło poziom 421 mld zł. Kredyty na nieruchomości zwiększyły się do poziomu 222 mld zł, co stanowiło przyrost w stosunku rocznym już tylko o ok. 12%. Podobny przyrost zanotowały kredyty konsumpcyjne, które osiągnęły poziom 141 mld zł. Wliczane w kredyty konsumpcyjne zadłużenie w rachunku bieżącym wzrosło o ok. 5% do poziomu 11,3 mld zł, a z zadłużenie z tytułu użytkowania kart kredytowych wzrosło o ok. 18% do poziomu 14,8 mld zł.

Rysunek 2. Kredyty dla gospodarstw domowych w latach 2007–2009 według przeznaczenia



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

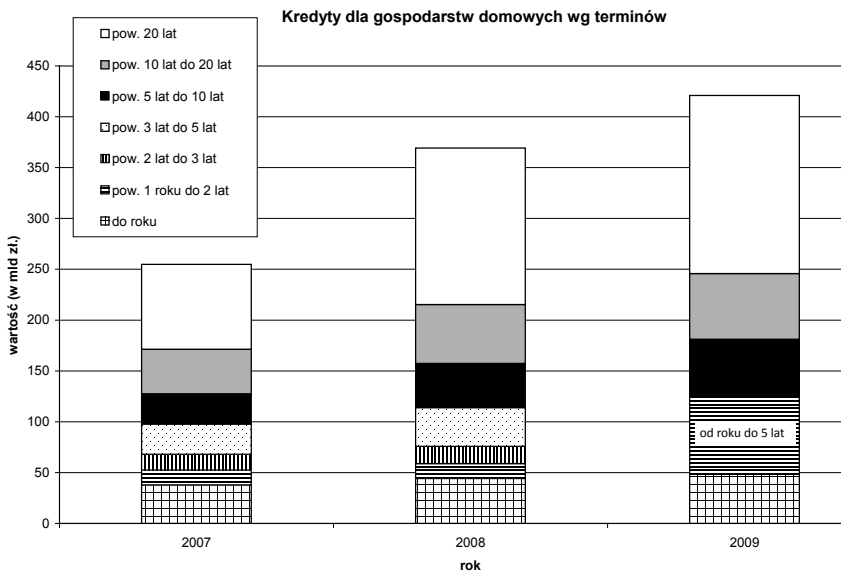
Udział kredytów walutowych w kredytach na nieruchomości spadł do 63%, co było wynikiem stosowania przez banki rekomendacji S⁴ i własnych obaw kredytobiorców związanych z wahaniami kursu złotówki w stosunku do innych walut. Wśród kredytów konsumpcyjnych tylko niespełna 7% było udzielonych w walutach obcych. Interesujące jest, że najszybszy przyrost

⁴ Rekomendacja S wprowadzona od lipca 2006 r. jest wytyczną Komisji Nadzoru Finansowego w stosunku do banków, nakazującą oferowanie w pierwszej kolejności kredytu w złotówkach, informowanie o ryzyku walutowym i przedstawianie osobom chcącym zaciągnąć kredyt symulacji pokazujących wpływ zmiany kursu walut i stóp procentowych na ratę kredytu. Dodatkowo bank powinien wymagać, aby zaciągający kredyt walutowy mieli zdolność kredytową pozwalającą spłacić kredyt w złotówkach o wartości 120% odpowiadającego mu kredytu walutowego.

w stosunku rocznym (o 22%) zanotowały kredyty zaciągnięte na okres od 5 do 10 lat. W kategorii kredytów na nieruchomości sugeruje to korzystanie ze spadku cen nieruchomości przez osoby i rodziny o stosunkowo wysokich dochodach, a co za tym idzie zdolności kredytowej, gdyż klienci tacy mogą pozwolić sobie na wysokie raty związane z krótkim okresem spłaty. W kategorii kredytów konsumpcyjnych z kolei jest to stosunkowo długi okres spłaty i może wskazywać na korzystanie przez mniej zamożne gospodarstwa domowe, które optymistycznie oceniają swoją sytuację finansową w dłuższym okresie.

Mniej także w 2009 r. niż w 2008 r. przyrosły kredyty ogółem dla gospodarstw domowych prowadzących własną działalność gospodarczą – o ok. 12%, do poziomu 38,4 mld zł. Wśród nich najwolniej przyrastały kredyty na inwestycje i na nieruchomości (po ok. 7%), szybciej kredyty na bieżącą działalność (13%), a najszybciej kredyty eksportowe i na zakup papierów wartościowych (22% w stosunku do końca roku poprzedniego). Może to świadczyć o stosunkowo dobrych warunkach prowadzenia bieżącej działalności, w tym eksportowej, ale ostrożnym podchodzeniu do rozwijania działalności poprzez większe inwestycje. Tylko kilkuprocentowe wzrosty osiągnęły w 2009 r. kredyty dla rolników indywidualnych, ich łączna wartość osiągnęła poziom 19,4 mld zł.

Rysunek 3. Kredyty dla gospodarstw domowych w latach 2007–2009 według terminów spłaty



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W zakresie terminów spłat kredytów najszybciej przyrastały te o ponad 20-letnim terminie spłaty (por. rys. 3). O ile w 2007 r. stanowiły one niepełna jedną trzecią wszystkich kredytów, o tyle dwa lata później ich udział wzrósł prawie do 42% łącznych kredytów dla gospodarstw domowych. Jednocześnie dynamika ich przyrostu w stosunku rocznym osiągała w latach 2007–2008 ponad 80%, dopiero w 2009 r. ich przyrost zwolnił do 14%. Udział kredytów o najkrótszym terminie spłaty (do 1 roku) spadł w opisywanych trzech latach z 14 do 11%, a dynamika ich rocznego przyrostu spadła z 20 do 10%. Stosunkowo stały udział w strukturze wszystkich kredytów utrzymywały te o terminach spłaty 5–10 lat (ok. 12%) oraz 10–20 lat (ok. 16%). Szybszy przyrost w skali roku odnotowały jednak te pierwsze (o ok. 34%) niż te dłuższe (o ok. 23%). Kredyty o terminach spłaty powyżej roku do 2 lat, powyżej 2 do 3 lat oraz od 3 do 5 lat, zostały w statystykach NBP od 2009 r. połączone w jedną kategorię od roku do 5 lat (co zaznaczono w słupku roku 2009 na rys. 3) i łącznie stanowiły ok. 18% wszystkich kredytów.

Pierwsza połowa 2010 r. przyniosła dalsze zwiększenie kwoty kredytów dla gospodarstw domowych o ok. 40 mld zł do ok. 460 mld zł. Znakomita większość tych kredytów przeznaczona była na zakup nieruchomości (34 mld zł). Z czego 63% wartości kredytów udzielonych w I połowie 2010 r. było w walucie obcej (z tego 90% we frankach szwajcarskich), a 37% w złotychkach. Przyrost kredytów mieszkaniowych w ciągu pół roku wyniósł więc ok. 16%, a kredytów konsumpcyjnych tylko ok. 1%. Pozostaje to w zgodności z przytoczoną wcześniej teorią o zwiększeniu skłonności do zakupów droższych dóbr przy poprawie nastrojów konsumpcyjnych związanych z postrzeganym zakończeniem kryzysu.

Reasumując zmiany w kredytach dla sektora gospodarstw domowych, należy zauważyć, że w początkowej fazie kryzysu nastąpiła zwiększona skłonność do zadłużania się, wynikająca z braku odczuwania jego skutków i stosunkowo dobrej sytuacji polskiej gospodarki. Pewną rolę odegrały także działania marketingowe banków i pośredników nakłaniające do zaciągnięcia kredytu przed wejściem w życie kolejnych utrudnień w ich zaciąganiu (np. nagłośnienie tzw. rekomendacji T⁵). W 2009 r., kiedy pewne objawy kryzysu stały się bardziej odczuwalne (np. wzrost bezrobocia, obawy przed utratą źródeł dochodów w przyszłości oraz oczekiwania dalszego spadku cen nieruchomości), tempo wzrostu kredytów osłabło. Stosunkowo wolniej przyrastały także kredyty w walutach obcych, tak że ich relacja do kredytów złotówkowych zaczęła pierwszy raz od kilku lat spadać. Warto także odnotować, że udział kredytów zagrożonych w 2007 r. wynosił tylko 4,1%,

⁵ Rekomendacja T, ogłoszona na początku 2010 r. a mająca wejść w życie w sierpniu, przewiduje możliwość udzielania kredytów tylko do wysokości spłaty łącznych rat nieprzekraczających 50% dochodów netto kredytobiorcy. W przypadku zarobków powyżej średniej krajowej próg ten jest przesunięty do 65% dochodów.

a w 2008 r. spadł jeszcze do rekordowo niskiego poziomu 3,5%. W kolejnym roku wzrósł już do 5,5%, przy czym w kredytach mieszkaniowych nastąpił wzrost udziału z 1% tylko do 1,5%, a w kredytach konsumpcyjnych z 6,6% do 10,8%. Wśród kredytów mieszkaniowych więcej zagrożonych było wśród złotych (wzrost z 2% do 2,4%) niż walutowych (wzrost z 0,6% do 1%). Nie potwierdza się więc powszechna opinia, że kredyty walutowe zaciągane są nierozważnie, bez zwracania uwagi na ryzyko zmian wartości złotówki. Wskaźniki kredytów zagrożonych, mimo wzrostu w okresie obecnego kryzysu, nadal pozostają na stosunkowo niskim poziomie w porównaniu z latami spowolnienia gospodarczego i wysokiego bezrobocia na początku obecnej dekady, kiedy to w 2002 r. osiągnęły poziom ponad 14%.

8.4. Pozostałe aktywa finansowe gospodarstw domowych

Pomimo że pracownicy nie mają bezpośredniego wpływu na wartość transferów przekazywanych poprzez ZUS Otwartym Funduszom Emerytalnym, to środki te gromadzone w ramach II obowiązkowego filaru na emerytury można zaliczyć do oszczędności, z których w przyszłości korzystać będą członkowie gospodarstw domowych. Przed kryzysem najwyższą wartość aktywa OFE osiągnęły w październiku 2007 r.: 142,8 mld zł. W połowie 2007 r. ponad 38% aktywów wszystkich funduszy stanowiły akcje, a 57% obligacje. W kolejnych kwartałach zarządzający funduszami zmniejszali udział akcji, a zwiększali udział obligacji w portfelach, osiągając w I kwartale 2009 r. rekordowo niskie proporcje dla akcji (ok. 20%), i wysokie dla obligacji (ok. 76%). Pod koniec 2008 r. wskutek zawirowań na rynku finansowym aktywa OFE zmniejszyły się do 138,2 mld zł. Kolejne kwartały przyniosły przyrost aktywów OFE do poziomu 180,5 mld zł, z udziałem 30% akcji i 67% obligacji w grudniu 2009 r. Do tej formy II filaru emerytalnego zapisanych jest 14,5 mln osób, co daje średnią kwotę zgromadzoną na koncie uczestnika ok. 12,5 tys. zł.

W ramach III dobrowolnego filaru emerytalnego najwięcej środków zgromadzone na Indywidualnych Kontach Emerytalnych (IKE). Niestety od 2007 r. maleje liczba prowadzonych kont w tej formie oszczędzania na emeryturę. Oznacza to, że część osób wycofała środki i zrezygnowała z dalszego systematycznego oszczędzania. W 2007 r. prowadzonych było 915,5 tys. kont, rok później 854 tys. (spadek o ponad 6%). W 2008 r. spadła też wartość aktywów do 1,63 mld zł (spadek o 251 mln zł, czyli o ok. 13%). W 2009 r. w stosunku do roku poprzedniego nastąpiło dalsze zmniejszenie ilości prowadzonych kont z 854 tys. do 809 tys. sztuk (spadek o 5%). Zwiększyły się natomiast aktywa z 1 614 mln zł do 2 199 mln zł (przyrost o 36%). Średnia wpłata wyniosła 1807 zł i była znacznie niższa od dopuszczalnego

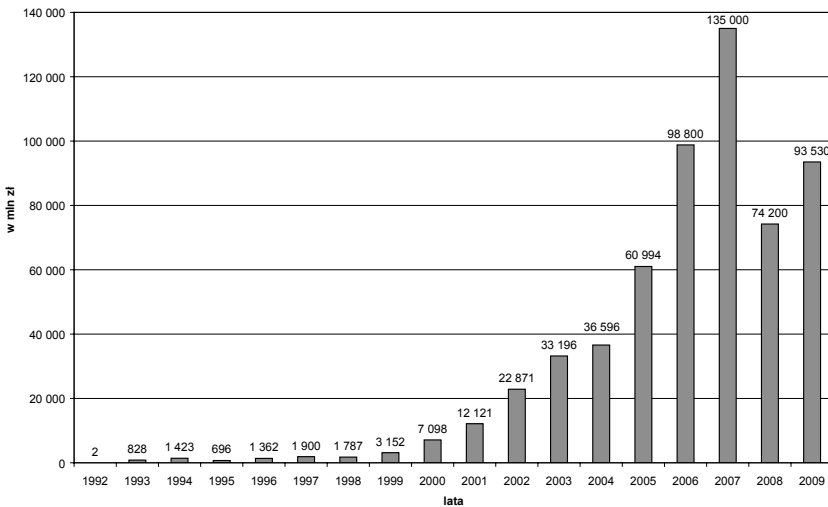
limitu 9579 zł. Przeciętna kwota zgromadzona na koncie wyniosła 2718 zł. Pierwsze objawy kryzysu spowodowały więc wycofywanie się z długofalowego oszczędzania, następnie jednak, ci którzy nie zrezygnowali z tej formy gromadzenia środków na emeryturę, zwiększyli wartość wpłat.

Kolejną sformalizowaną formą gromadzenia środków na emeryturę w ramach III filaru systemu emerytalnego są pracownicze programy emerytalne (PPE). Pod koniec 2008 r. działało 1078 takich programów, prowadzonych przez 1112 pracodawców (różnica wynika z prowadzenia programów międzyzakładowych). W programach tych uczestniczy 325 tys. pracowników. Wartość środków PPE wynosiła około 3608 mln zł i spadła o 200 mln zł w stosunku do 2007 r.

Inną formą III filaru emerytalnego są pracownicze fundusze emerytalne (PFE), zarządzane przez pracownicze towarzystwa emerytalne (PTE), specjalnie powołane w tym celu przez pracodawcę. Towarzystwa te muszą mieć formę spółki akcyjnej, powołanej do zarządzania gromadzonymi środkami na zasadzie non profit. Konieczność powołania takiej spółki i zatrudnienia kompetentnych osób (doradcy inwestycyjnego) jest stosunkowo dużym problemem dla pracodawców, rzadko więc korzysta się z takiej formy oszczędzania w ramach III filaru. Pod koniec 2009 r. działało tylko pięć PFE, dysponujących łącznie kwotą około 1350 mln zł.

Kolejną ważną formą gromadzenia oszczędności przez gospodarstwa domowe jest zakup jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. W szczycie powodzenia tej formy inwestowania środków, pod koniec 2007 r., jednostki uczestnictwa posiadało ponad 3,2 mln osób, a wartość aktywów wynosiła 135 mld zł, co dawało średnio około 42 tys. zł na osobę. Zmniejszenie się wartości aktywów zarządzanych przez TFI o 61 mld zł w 2008 r. było spowodowane spadkiem wartości instrumentów finansowych o około 31 mld zł oraz wycofaniem 30 mld zł. W styczniu i lutym 2009 r. aktywa funduszy inwestycyjnych nadal spadały, osiągając najniższy w czasie kryzysu poziom 67,7 mld zł. Od marca 2009 r. następował przyrost wartości środków do poziomu 93,5 mld zł w grudniu 2009 r. Aktywa funduszy inwestycyjnych są więc w porównaniu z innymi środkami gromadzonymi przez gospodarstwa domowe na rynku finansowym najbardziej wrażliwe na zmiany koniunkturalne. Jednocześnie w ciągu poprzednich kilkunastu lat wartość oszczędności zgromadzonych w tej formie przyrastała średnio o kilkadziesiąt procent rocznie (por. rys. 4), co świadczy o rosnącej popularności tej formy inwestycji.

Rysunek 4. Wartość środków zarządzanych przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych w latach 1992–2009



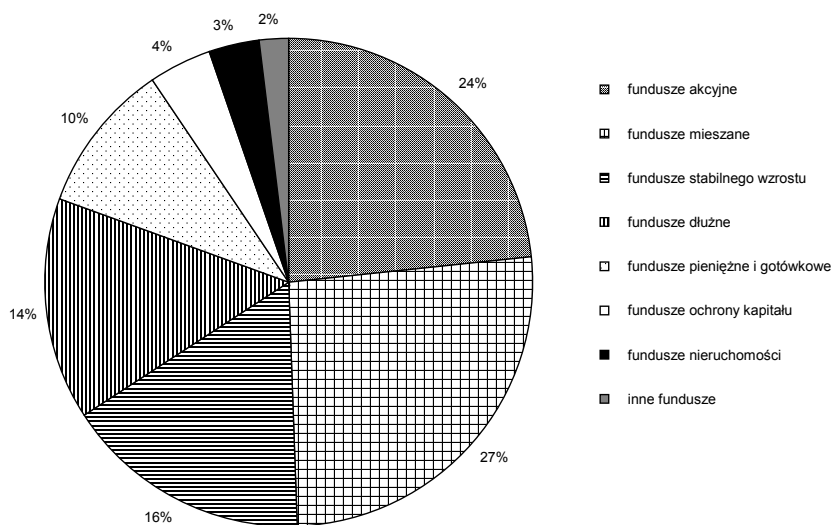
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z IZFiA.

Oprócz zmian wartości wynikających ze zmian rynkowych (spadek cen akcji), na spadek aktywów w dużej mierze wpływa krótki horyzont czasowy, na który klienci funduszy lokują wolne środki. Zakładając dłuższy horyzont gromadzenia środków, inwestorzy nie reagowaliby odkupywaniem jednostek uczestnictwa przy spadku ich wartości, a mogliby reagować wręcz przeciwnie – wykorzystywać taką sytuację do dokupienia nowych jednostek po niższej cenie. Brak edukacji finansowej (umiejętności dywersyfikacji i doboru rodzaju funduszu do długości przewidywanej inwestycji) i oczekiwanie szybkiego przyrostu środków może skutkować brakiem zaufania do tego typu produktów finansowych przy zaskakujących zmianach tendencji rynkowych. Najwyższa substytucyjność lokowania i przenoszenia środków z funduszy inwestycyjnych występuje w stosunku do lokat bankowych. Jednocześnie niepokojące jest to, że przy stosunkowo krótkim horyzoncie inwestycyjnym systematycznie zwiększa się udział funduszy posiadających ryzykowne aktywa (tj. akcyjnych i mieszanych). Właściwe zrozumienie idei inwestowania środków w ryzykowne aktywa powinno prowadzić do znacznego wydłużenia okresu inwestycji. Tymczasem z badań⁶ wynika, że większość oszczędzających robi to w horyzoncie czasowym do 1 roku (ok. 50%), do 3 lub 5 lat (po kilkanaście procent). Oszczędzających w perspektywie dłuższej niż 10 lat jest tylko kilka procent. Udział akty-

⁶ Badania na temat postaw Polaków wobec oszczędzania, Pentor dla Fundacji Kronenberga Banku City Handlowy w latach 2008 i 2009.

wów wyższego ryzyka zarządzanych przez Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych systematycznie wzrastał w ostatnich dziesięciu latach. W 2001 r. środki w funduszach akcyjnych stanowiły tylko ok. 9% wszystkich środków, a w 2009 r. już ponad jedną czwartą całości aktywów. Łączne aktywa funduszy akcyjnych i mieszanych (zrównoważonego i stabilnego wzrostu) stanowiły w 2001 r. ok. 13%, a w 2009 r. już ponad dwie trzecie całości aktywów (por. rys. 5). Z jednej strony więc kupujący jednostki uczestnictwa funduszy w coraz większym stopniu są skłonni narazić się na ryzyko inwestycyjne, z drugiej nie wydłużają w związku z tym horyzontu inwestycyjnego. Wynikać to może zarówno z małego doświadczenia inwestujących, braku odpowiedniej wiedzy, mocno zakorzenionej nadziei na nieprzerwany wzrost wartości jednostek (podsycany czasem w przekazach reklamowych) oraz bogacenia się tego segmentu społeczeństwa, którego stać na taką formę gromadzenia środków.

Rysunek 5. Struktura aktywów funduszy inwestycyjnych w połowie 2009 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z IZFiA.

Następna forma aktywów finansowych członków gospodarstw domowych związana jest z szeroko pojętymi ubezpieczeniami na życie. Do aktywów finansowych ubezpieczonych należy zaliczyć tzw. rezerwę techniczno-ubezpieczeniową zakładów ubezpieczeń na życie, pochodzącą ze skumulowanych składek, a wykazywaną w pasywach tych firm. Są to zobowiązania wobec klientów obliczane w proporcji do ryzyka przyjętego do ochrony zdarzeń w poszczególnych umowach lub (i) wynikające z części inwestycyjnej polisy. Środki te mogą więc „wrócić” do gospodarstw

domowych w wyniku zdarzeń losowych (ubezpieczenia na życie, wypadkowe i chorobowe), osiągnięcia określonego wieku (polisy na dożycie, posagowe i inwestycyjne) oraz wycofania części inwestycyjnej (ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym). Warto podkreślić, że do tak rozumianych aktywów finansowych nie należy zaliczać ubezpieczeń majątkowych ani komunikacyjnych II działu ze względu na to, że środki wypłacane z tytułu tych ubezpieczeń pokrywają tylko straty w utraconym, ale istniejącym wcześniej majątku rzeczowym, który nie zalicza się do aktywów finansowych gospodarstw domowych. Z tego punktu widzenia wypłaty odszkodowań II działu ubezpieczeń przywracają tylko poprzedni stan posiadania, nie zwiększając go.

Składki ubezpieczeń na życie w 2008 r. przekroczyły 37 mld zł (przyrost o 49% w stosunku do 2007 r.), a rezerwa osiągnęła wartość niespełna 71 mld zł (przyrost o 8% w stosunku do 2007 r.). Rok 2009 nie był korzystny dla zakładów ubezpieczeń na życie – składki spadły do poziomu 29 mld zł (spadek o 22% w stosunku do 2008 r.), a rezerwa techniczno-ubezpieczeniowa zwiększyła się tylko nieznacznie (o 0,3%) do poziomu 71,2 mld zł. Najsilniejszy spadek składek (o 34% w stosunku do 2008 r.) w tym dziale ubezpieczeń (dział I: ubezpieczenia osobowe i na życie) wystąpił w grupie pierwszej – ubezpieczeń na życie. W grupie trzeciej – ubezpieczeń na życie z funduszem inwestycyjnym – nastąpił natomiast wzrost składek o prawie 12%. Można więc sądzić, że pogorszenie wyników wynikało nie z opóźnionych reakcji klientów na gorsze wyniki funduszy kapitałowych związanych z produktami ubezpieczeniowymi, a raczej z rezygnacji części klientów z ubezpieczeń i obniżenia składek w związku z pogorszeniem ich ogólnej sytuacji finansowej i obaw przed utratą źródeł dochodów w przyszłości.

Ważnym składnikiem aktywów finansowych gospodarstw domowych są Obligacje Skarbu Państwa. Zaliczyć do nich należy przede wszystkim obligacje oszczędnościowe (2-, 4- i 10-letnie) oraz detaliczne (3- i 5-letnie). Poza obligacjami detalicznymi istnieją także obligacje hurtowe. Mają one nominalną wartość 1000 zł, a na rynku pierwotnym są sprzedawane w pakietach po 100 sztuk. Istnieje możliwość nabycia pojedynczych sztuk na wtórnym rynku giełdowym, trzeba jednak mieć rachunek w biurze maklerskim i wiedzieć coś o funkcjonowaniu tych instrumentów. Obligacje hurtowe są w związku z tym mniej popularne w gospodarstwach domowych osób o przeciętnych dochodach. Obligacje hurtowe i bony skarbowe są nabywane tylko przez członków najbogatszych gospodarstw domowych, poprzez banki, które w ramach usług takich jak *private banking* lub *assets management* zarządzają aktywami nie mniejszymi niż 100 tys. zł. Na podstawie danych z banków szacuje się, że z takich usług korzysta około 50 tys. osób o aktywach finansowych przekraczających 200 tys. zł.

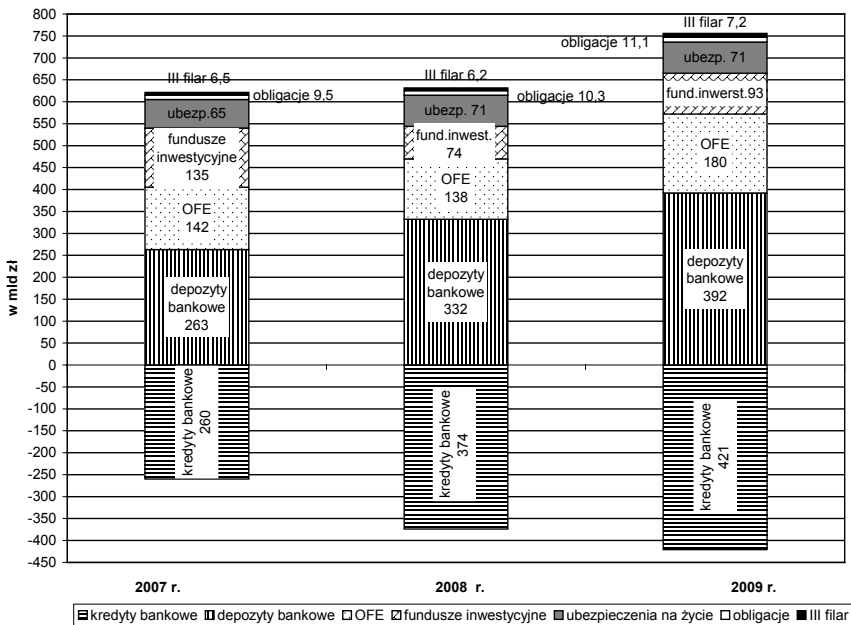
Tabela 1. Wartość obligacji Skarbu Państwa będących w posiadaniu gospodarstw domowych w latach 2007–2009 (stan na 31 grudnia danego roku, w mln zł)

Rodzaj obligacji	Rok		
	2007	2008	2009
Detaliczne dwuletnie	5 230	5 470	5 698
Detaliczne trzyletnie	1 832	1 300	1 228
Detaliczne czteroletnie	552	1 130	1 453
Detaliczne pięcioletnie	1 396	1 095	613
Detaliczne dziesięcioletnie	532	1 282	2 146
Razem	9 542	10 277	11 138

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Ministerstwa Finansów.

W latach kryzysu wzrosło zainteresowanie osób prywatnych przede wszystkim obligacjami oszczędnościowymi. Najpopularniejsze były obligacje dwuletnie, które stanowią ok. połowy wartości wszystkich obligacji posiadanych przez gospodarstwa domowe (tabela 1). Stabilny przyrost wartości (o ok. 4% rocznie) tych obligacji w latach 2007–2009 może świadczyć, że ich zakup przez osoby prywatne wynikał raczej z przyjętej strategii oszczędzania środków, niż z doraźnych warunków związanych z sytuacją gospodarczą i rynkiem finansowym. Udział obligacji trzyletnich i pięcioletnich w portfelach gospodarstw domowych spadł, co wynika z dwu przyczyn. Po pierwsze, przedterminowa sprzedaż tych obligacji wymaga posiadania rachunku maklerskiego (Skarb Państwa nie dopuszcza przedterminowego wykupu) i podstawowej, chociaż znajomości funkcjonowania tych instrumentów na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych. Ponadto obligacje pięcioletnie przestały być emitowane i na rynku pozostają już tylko te wyemitowane przed 2006 r. Obligacje trzyletnie mają natomiast stosunkowo skomplikowaną konstrukcję (ich oprocentowanie jest zmienne, ustalone co pół roku na podstawie wskaźnika WIBOR), a odsetki wypłacane są co pół roku. Duży przyrost zakupów w 2008 r. wystąpił w przypadku obligacji 4- i 10-letnich (odpowiednio o 105% i o 141%). W kolejnym 2009 r. tempo przyrostu wartości tych obligacji było nadal znaczne, choć spadło już do poziomu 29% i 67%. Wskazuje to, iż obligacjami tymi zainteresowały się osoby, które wcześniej lokowały oszczędności w innej formie, ale zawrota na rynku finansowym skłoniły je do wyboru bezpieczniejszych form lokat kapitału.

Rysunek 6. Aktywa finansowe polskich gospodarstw domowych w latach 2007–2009



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, MF, KNF, IZFA.

Oprócz opisanych aktywów finansowych gospodarstw domowych (rys. 6), wspomnieć należy jeszcze o akcjach na rachunkach inwestorów indywidualnych, obligacjach hurtowych i gotówce trwale wycofanej z obiegu i traktowanej jako oszczędności na różne cele. Z różnych względów, których opis wykracza poza zakres tego opracowania, nie ma pełnych danych na ten temat, a wartość tych środków podlegać może tylko szacunkowej ocenie⁷. Jak już wspomniano na początku rozdziału, to samo dotyczy majątku trwałego gospodarstw domowych, który ponadto nie podlega bieżącej wycenie rynkowej, a określenie jego wartości mogłoby być trudne czy wręcz niekiedy niemożliwe nawet dla samych właścicieli.

Kryzys finansowy wpłynął także na stosunek Polaków do oszczędzania. Wspomniane wcześniej badania⁸ wskazują, że w 2009 r. wzrósł o 4 pkt procentowych do 66% odsetek osób uważających, że „warto oszczędzać, bo w przyszłości będzie żyło mi się lepiej”. Częściej uznajemy się też za

⁷ Szerzej na ten temat w: D. Fatuła, *Zachowania polskich gospodarstw domowych na rynku finansowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2010.

⁸ Postawy Polaków wobec oszczędzania..., *op. cit.*

oszczędnych (wzrost w stosunku do podobnych badań w 2008 r. z 18 do 21%), a rzadziej za rozrzutnych (spadek z 33 do 28%). W granicach błędu statystycznego (spadek o 1 pkt procentowy) pozostaje odsetek osób, które oszczędzają nieregularnie (33%), lub takich, które „w każdym miesiącu odkładają pewną sumę pieniędzy” (6%). Wśród oszczędzających spadło też zaufanie do fachowej wiedzy nt. oszczędzania, gdyż więcej z nich (wzrost z 49 do 57%) deklaruje kierowanie się w tej dziedzinie tylko własną intuicją, a mniej radami rodziny i znajomych (spadek z 26 do 20%) oraz pracowników instytucji finansowych (spadek z 8 do 5%). Oszczędzający, powodzenie w tej aktywności upatrują podobnie jak rok wcześniej, w trafności własnych decyzji (59%), ale jednak częściej w zależności od sytuacji gospodarczej kraju (wzrost z 5 do 9%), przeznaczenia i szczęścia (wzrost z 4 do 8%) lub sytuacji gospodarczej na świecie (wzrost z 4 do 6%). Jedna trzecia nie planuje większych wydatków, 36% planuje z wyprzedzeniem miesięcznym, 15% półrocznym, a 9% tygodniowym.

8.5. Podsumowanie

Podsumowując zmiany w aktywach finansowych polskich gospodarstw domowych w czasie kryzysu, należy zwrócić uwagę na dochody i wydatki tego sektora oraz sprzedaż detaliczną w tym okresie. W 2008 r. dochód rozporządzalny⁹ na 1 osobę w gospodarstwie domowym wzrósł realnie o 9%, a w 2009 r. o 3% (w stosunku do roku poprzedniego). Wydatki rosły realnie odpowiednio o 7,1% i 2,2%. Sprzedaż detaliczna¹⁰ w 2008 r. w cenach stałych wzrosła o 9,9% (w stosunku rocznym), a w 2009 r. już tylko o 2,7%. Widać wyraźnie spowolnienie dynamiki zarówno dochodów, jak i wydatków, a co za tym idzie sprzedaży detalicznej. Mimo pewnych objawów kryzysu na rynku pracy (wzrost bezrobocia z ok. 9% w wrześniu 2008 r. do 12% w grudniu 2009 r.) dynamika wspomnianych wielkości była jednak dodatnia. W kategoriach sprzedaży detalicznej spadała sprzedaż pojazdów samochodowych i paliw, a znacznie rosła sprzedaż kosmetyków, odzieży i obuwia. Sprzedaż mebli, RTV i AGD w 2008 r. wzrosła w cenach stałych o 15%, ale w 2009 r. spadła o 1,3%. Oprócz nasycenia rynku (zakupy zrealizowała większość, którą było na to stać i którzy zamierzali to zrobić), pewnym wytłumaczeniem może tu być tzw. psychologiczny efekt kryzysu, który wyjaśnia to zjawisko niechęcią do zakupu droższych dóbr i powstrzymaniem się w zaciąganiu długofalowych zobowiązań w okresie wzrostu niepewności, mimo niepogarszania się własnej sytuacji materialnej. Psycho-

⁹ Na podstawie Budżetów gospodarstw domowych w latach 2007–2009, GUS.

¹⁰ Sprzedaż detaliczna w cenach stałych zrealizowana przez przedsiębiorstwa handlowe i niehandlowe zatrudniające powyżej 9 osób – dane GUS.

logiczną rekompensatą takiego powstrzymania się jest wówczas większa skłonność do zakupu tańszych dóbr dających drobną, doraźną satysfakcję (kosmetyki, odzież, obuwie).

Wspomniane czynniki wpłynęły na zmiany w aktywach finansowych w dwu etapach. Początkowo (koniec 2007 r. do jesieni 2008 r.) przy utrzymującej się wysokiej dynamice dochodów, nie ograniczono wydatków (nie wielki tylko wzrost depozytów bieżących), ale ostrożnościowo gospodarstwa domowe zwiększały oszczędności w postaci lokat bankowych (50% wzrost depozytów terminowych). Część środków na ten cel pochodziła także z umarzanych jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i innych ryzykownych inwestycjach. Nadal dynamicznie rosły kredyty, a zaciągano je często w obawie przed pogorszeniem w przyszłości warunków ich udzielania i wskutek realizacji powziętych wcześniej planów. W drugiej fazie (IV kwartał 2008 r. i cały 2009 r.) spadająca dynamika dochodów wymusiła zmniejszenie wydatków, a oszczędności nie mogły już przyrastać we wcześniejszym tempie (spadek dynamiki przyrostu depozytów terminowych). Opisany efekt psychologiczny skierował zwiększony popyt na tańsze dobra, a bieżące zakupy finansowane były z rosnących depozytów bieżących. Pogłębiająca się niepewność co do przyszłej sytuacji finansowej ograniczyła też chęć zaciągania kredytów i podejmowanie nowych zobowiązań, takich jak opłacanie składek ubezpieczenia na życie, wpłaty na indywidualne konta emerytalne. Gospodarstwa domowe, które mogły sobie pozwolić na odkładanie oszczędności częściej lokowały środki w bezpieczniejsze instrumenty, takie jak obligacje skarbu państwa.