



Sylwia Frydrych

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie  
Kolegium Ekonomiczno-Społeczne  
Katedra Skarbowości  
sfrydr@sgh.waw.pl

## Stan i perspektywy rozwoju rynku detałicznych obligacji skarbowych w Polsce

**Kody JEL:** G12, G17, G18

**Słowa kluczowe:** obligacje detałiczne, obligacje oszczędnościowe, obligacje skarbowe

**Streszczenie.** Celem artykułu jest ocena aktualnego stanu, perspektyw oraz uwarunkowań rozwoju rynku detałicznych obligacji skarbowych w Polsce. Posłużono się następującymi metodami badawczymi: analiza literatury, metoda obserwacji, analiza danych publikowanych przez Ministerstwo Finansów oraz Narodowy Bank Polski. Analiza pozwoliła zwrócić uwagę na to, że wzrost oszczędności gospodarstw domowych jest szansą dla rynku detałicznych obligacji skarbowych. Mogłoby to m.in. zmniejszyć ryzyko wynikające z zaangażowania inwestorów zagranicznych i przyczynić się do zmniejszenia ryzyka wynikającego z działań inwestorów zagranicznych na krajowym rynku obligacji skarbowych.

### Wprowadzenie

Rosnąca zamożność polskiego społeczeństwa spowodowała przyrost aktywów finansowych sektora detałicznego. Gospodarstwa domowe w Polsce wybierają bezpieczne formy lokowania nadwyżek finansowych. Najczęściej wybierane są produkty, które zapewniają nieograniczone dysponowanie oszczędnościami. Z badań TNS przeprowadzonych na zlecenie Związku Banków Polskich w sierpniu 2016 roku wynika, że 23% Polaków preferuje gotówkę jako formę oszczędzania, 20% wybiera ROR, 18% – depozyt, a 15% rachunek oszczędnościowy. Fundusze inwestycyjne i akcje zostały wymienione zaledwie przez 3% badanych. Skarbowe papiery wartościowe stanowią nadal niewielki odsetek w strukturze aktywów gospodarstw domowych (TNS, ZBD, 2016).

Głównym celem artykułu jest ukazanie aktualnego stanu rynku detalicznych obligacji skarbowych w Polsce oraz perspektyw jego rozwoju. Poza zwiększającymi się potrzebami pożyczkowymi budżetu państwa i próbami dywersyfikacji źródeł lokowania nadwyżek finansowych ma na niego wpływ również powielanie trendów panujących w krajach rozwiniętych oraz dostosowywanie się do aktualnych warunków makroekonomicznych.

Artykuł składa się z czterech części. Pierwsza ma charakter wprowadzający i pozwala poznać istotę, cele i najważniejsze klasyfikacje skarbowych obligacji detalicznych. Część druga i trzecia opisują strukturę emitowanych krajowych obligacji krajowych, część czwarta natomiast prezentuje perspektywy rozwoju rynku krajowych skarbowych papierów wartościowych.

## 1. Pojęcie i ogólna klasyfikacja detalicznych obligacji skarbowych

Obligacje skarbowe (od łacińskiego *obligatio*, co oznacza zobowiązanie) są dłużnymi papierami wartościowymi emitowanymi przez rząd. W literaturze dotyczącej problematyki rynków finansowych definiuje się je w rozmaity sposób. Adam Jagielnicki określa obligację jako zobowiązanie emitenta do wykupu papieru dłużnego od posiadacza, zwanego obligatariuszem; odbywa się to na określonych zasadach, wskazujących m.in. rodzaj i wysokość oprocentowania (Jagielnicki, 2013, s. 13). Witold Gradoń pisze, że to instrument finansowy, który posiada charakter wierzycielski i może wiązać się z uzyskaniem korzyści pieniężnych bądź niepieniężnych (Pyka, 2010, s. 232). Według Wiesława Dębskiego „obligacja jest papierem wartościowym poświadczającym wiarytelność, czyli zobowiązanie dłużne emitenta wobec jej właściciela na określonej sumie wraz z zobowiązaniem do wypłaty oprocentowania w ustalonych terminach. Może także zawierać zobowiązanie emitenta do określonego świadczenia niepieniężnego” (Dębski, 2014, s. 37). Krzysztof Jajuga z kolei obligacją nazywa papier wartościowy, który stanowi potwierdzenie nabycia prawa do uzyskania kwoty wskazanej na dokumencie wraz z odsetkami w ustalonym terminie (Jajuga, Jajuga, 2006, s. 19–20).

Zasady rządzące obiegiem obligacji są ustalone w polskim prawie. Minister finansów w imieniu państwa pożycza od obligatariusza określoną sumę środków pieniężnych i zobowiązuje się ją zwrócić wraz z należnymi odsetkami w wyznaczonym terminie. Za zobowiązania wynikające z emisji skarbowych papierów wartościowych Skarb Państwa odpowiada całym swoim majątkiem. Odpowiedzialność ta przyjmuje formę odpowiedzialności finansowej, o której mówi ustawa budżetowa (Ustawa, 2009, art. 95 ust. 3). Przychody ze sprzedaży obligacji skarbowych są przeznaczone na finansowanie deficytu budżetu państwa. Okres zapadalności obligacji skarbowych jest dłuższy niż jeden rok.

Ze względu na zasady ustalania odsetek obligacje skarbowe dzieli się na:

- obligacje zerokuponowe – sprzedaż następuje z dyskontem, a w terminie wykupu posiadacz obligacji otrzymuje jej wartość nominalną,
- obligacje o stałej stopie procentowej – oprocentowanie jest stałe i znane posiadaczowi obligacji od momentu zawarcia kontraktu,

- obligacje o zmiennej stopie procentowej – zależne od stopy referencyjnej, która jest znana posiadaczowi obligacji na początku każdego okresu odsetkowego,
- obligacje indeksowane – szczególny rodzaj obligacji o zmiennym oprocentowaniu, w którym oprocentowanie jest zależne od określonego wskaźnika, np. stopy inflacji (Jajuga, Jajuga, 2006, s. 33).

Rynek polskich obligacji skarbowych obejmuje:

- rynek detalicznych obligacji skarbowych (oferta dla osób fizycznych),
- rynek hurtowych obligacji skarbowych (oferta zarówno dla osób fizycznych, jak i osób prawnych oraz jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej).

Obligacje detaliczne oferowane są przez ministra finansów. Nabywcami oszczędnościowych (detalicznych) obligacji skarbowych mogą być osoby fizyczne, zarówno rezydenci, jak i nierezydenci, stowarzyszenia, inne organizacje społeczne i zawodowe oraz fundacje wpisane do rejestru sądowego. Szczególną formą obligacji detalicznych są obligacje rodzinne, które mogą nabyć jedynie beneficjenci programu Rodzina 500 plus.

Nabycie obligacji następuje poprzez transakcję zawieraną przez telefon, Internet lub osobiście w placówce PKO Banku Polskiego (*Obligacje skarbowe*, 2018). Mogą one być również przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, nieregulowanego umową sprzedaży, lub darowizny. Nominał detalicznych obligacji skarbowych wynosi 100 zł albo 100 euro lub wielokrotność tych kwot. Ich oprocentowanie jest stałe lub zmienne, tj. uzależnione od stopy inflacji czy stawek WIBOR. Nabywcy obligacji detalicznych mogą posiadać prawo do przedterminowego wykupu dowolnej liczby obligacji przez emitenta, czyli ministra finansów.

Najpopularniejsze obligacje detaliczne Skarbu Państwa to:

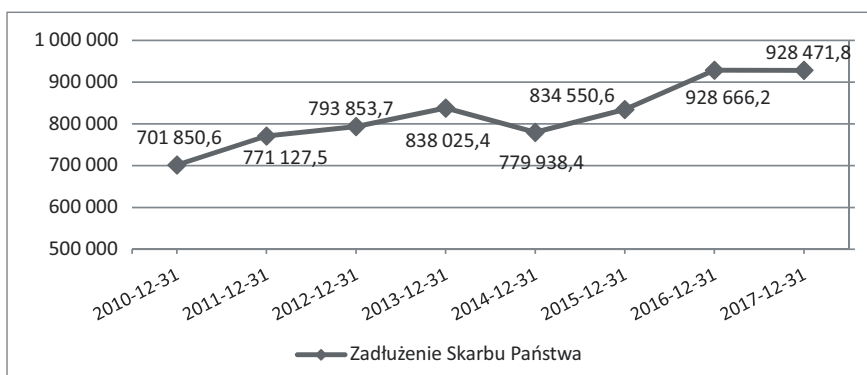
- OTS – trzymiesięczne oszczędnościowe obligacje skarbowe o oprocentowaniu stałym. Cena zakupu jednej obligacji to 100 zł. Oprocentowanie wynosi 1,5% w skali roku.
- DOS – dwuletnie oszczędnościowe obligacje skarbowe o oprocentowaniu stałym. Cena zakupu jednej obligacji to 100 zł. Oprocentowanie obligacji wynosi 2,1% w skali roku.
- TOZ – trzyletnie obligacje skarbowe o zmiennej stopie procentowej. Cena zakupu jednej obligacji to 100 zł. Oprocentowanie obligacji w pierwszym okresie odsetkowym (sześć miesięcy) wynosi 2,2% w skali roku, a w kolejnych półrocznych okresach odsetkowych jest to mnożnik:  $1 \times \text{WIBOR } 6\text{M}$ . Wyplata odsetek następuje co pół roku.
- COI – czteroletnie indeksowane oszczędnościowe obligacje skarbowe. Cena zakupu jednej obligacji to 100 zł. Stopa procentowa obligacji w pierwszym okresie odsetkowym wynosi 2,4% w skali roku, a oprocentowanie dla kolejnych okresów odsetkowych jest obliczane na podstawie stopy wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych przyjmowanej dla 12 miesięcy i ogłaszanej przez Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego w miesiącu poprzedzającym pierwszy miesiąc danego okresu odsetkowego, powiększonej o stałą marżę w wysokości 1,25%. Odsetki są wypłacane po każdym roku oszczędzania.
- EDO – emerytalne dziesięcioletnie oszczędnościowe obligacje skarbowe indeksowane inflacją z roczną kapitalizacją odsetek. Cena zakupu jednej obligacji to 100

- zł. W pierwszym, rocznym, okresie odsetkowym oprocentowanie obligacji wynosi 2,7% w skali roku, a w kolejnych rocznych okresach stopa procentowa obliczana jest według wzoru: marża 1,5% + inflacja.
- ROS – rodzinne oszczędnościowe sześciolletnie obligacje skarbowe. Cena zakupu jednej obligacji to 100 zł. Stopa procentowa obligacji w pierwszym okresie odsetkowym wynosi 2,8% w skali roku, a oprocentowanie dla kolejnych okresów odsetkowych oblicza się na podstawie wzoru: marża 1,75% + inflacja, z roczną kapitalizacją odsetek. Odsetki są wypłacane po zakończeniu oszczędzania.
  - ROD – rodzinne oszczędnościowe dwunastoletnie obligacje skarbowe. Cena zakupu jednej obligacji to 100 zł. Stopa procentowa obligacji w pierwszym okresie odsetkowym wynosi 3,2% w skali roku, a oprocentowanie dla kolejnych okresów odsetkowych oblicza się na podstawie wzoru: marża 2% + inflacja, z roczną kapitalizacją odsetek. Odsetki są wypłacane obligatariuszom po zakończeniu oszczędzania (*Oferta...*, 2018).

Nieregularnie oferowane są także obligacje o nietypowych parametrach, zwane KOS (krótkookresowe obligacje oszczędnościowe), np. siedmiomiesięczne lub 13-miesięczne o rosnącym oprocentowaniu.

## 2. Struktura rynku obligacji skarbowych w Polsce w latach 2010–2017

Ministerstwo Finansów dokonuje emisji obligacji skarbowych na rynku krajowym (hurtowym i detalicznym) oraz na rynkach zagranicznych w celu pozyskania kapitału na pokrycie potrzeb budżetu państwa. Głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych są obligacje hurtowe (przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych), oferowane na rynku krajowym. Emisja dłużnych papierów wartościowych na rynkach zagranicznych oraz na krajowym rynku detalicznym pozwala na zróżnicowanie źródeł finansowania deficytu budżetu państwa.



Rysunek 1. Zadłużenie Skarbu Państwa (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów: <https://www.finanse.mf.gov.pl/szeregi-czasowe>.

Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu obligacji skarbowych ma tendencję rosnącą (rysunek 1). W analizowanym okresie, tj. w latach 2010–2017, spadek nastąpił tylko w 2014 roku. Było to spowodowane reformą systemu emerytalnego przeprowadzoną w lutym tegoż roku – przeniesienie wszystkich obligacji Skarbu Państwa z otwartych funduszy emerytalnych do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych doprowadziło do redukcji zadłużenia publicznego (nastąpiło też zmniejszenie całkowitego zadłużenia Skarbu Państwa w porównaniu z rokiem poprzednim). Te działania miały również wpływ na zmianę struktury zadłużenia w układzie podmiotowym oraz na utrzymanie tych proporcji w kolejnych latach, w których nastąpił wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu państwa. Zgodnie ze *Strategią zarządzania długiem sektora finansów publicznych* głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa jest rynek krajowy, a udział długu denominowanego w walutach obcych nie powinien być wyższy niż 30% zadłużenia ogółem (MF, 2018).

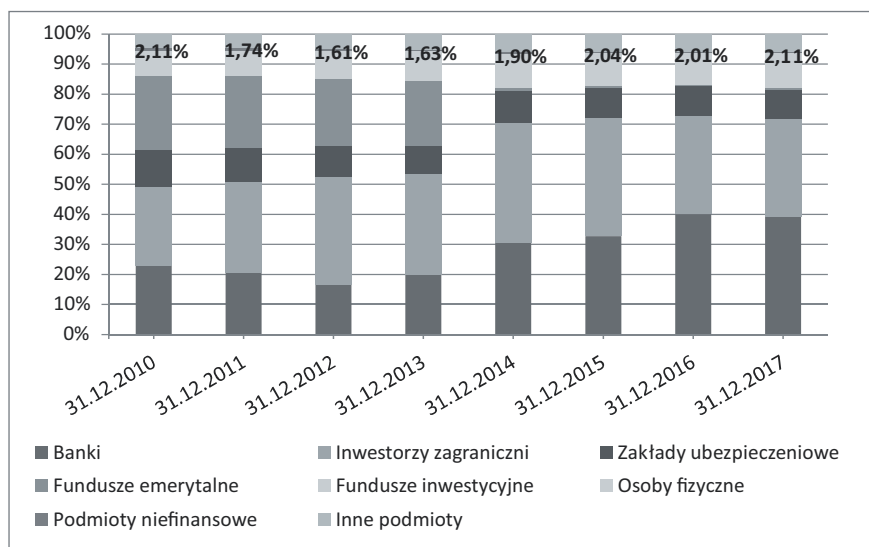
Najwyższy udział skarbowych obligacji krajowych w portfelach posiadają inwestorzy zagraniczni oraz banki. Udział skarbowych papierów wartościowych emitowanych w złotych w portfelach funduszy emerytalnych zmniejszył się od 2014 roku (tabela 1) w wyniku wspomnianej reformy systemu emerytalnego. Wobec dużego udziału w strukturze podmiotowej zadłużenia Skarbu Państwa zadłużenia z tytułu emisji obligacji skarbowych na rynku krajowym należy zaznaczyć, iż zainteresowanie inwestorów zagranicznych jest uzależnione od sytuacji międzynarodowej i charakteryzuje się wysoką zmiennością. Pomimo iż ryzyko nagłego odpływu z Polski kapitału zagranicznego jest niewielkie, z uwagi na dywersyfikację instytucjonalną oraz geograficzną inwestorów zagranicznych należy stale analizować strukturę podmiotową.

Tabela 1. Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu emisji obligacji skarbowych na rynku krajowym (w mln zł)

Data	Banki	Inwestorzy zagraniczni	Zakłady ubezpiecz.	Fundusze emerytalne	Fundusze inwestycyjne	Osoby fizyczne	Podmioty niefinansowe	Inne podmioty	Razem
31.12.2010	110 446	124 756	59 484	116 985	30 230	10 085	3 862	23 061	478 910
31.12.2011	103 303	152 493	55 542	122 198	31 674	8 762	3 756	24 543	502 271
31.12.2012	87 757	189 889	52 797	117 370	41 729	8 505	1 669	27 652	527 367
31.12.2013	114 686	193 158	51 968	125 773	46 749	9 372	1 493	31 139	574 338
31.12.2014	150 800	195 986	52 821	3 330	46 885	9 321	2 179	30 519	491 841
31.12.2015	171 500	206 760	52 133	2 507	47 077	10 707	1 685	31 327	523 695
31.12.2016	235 521	192 556	59 037	2 039	50 187	11 797	1 028	35 770	587 935
31.12.2017	243 897	202 714	59 802	2 330	57 112	15 949	1 129	38 168	621 103

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów: [www.finance.mf.gov.pl/szeregi-czasowe](http://www.finance.mf.gov.pl/szeregi-czasowe).

Na rysunku 2 przedstawiono strukturę zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu emisji obligacji na rynku krajowym.



Rysunek 2. Struktura podmiotowa zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu emisji obligacji na rynku krajowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów: <https://www.finanse.mf.gov.pl/szeregi-czasowe>.

Udział osób fizycznych w analizowanym okresie wynosi ok. 2%. W latach 2010–2016 gospodarstwa domowe miały w obligacjach Skarbu Państwa oszczędności w wysokości ok. 10 mld zł, a w 2017 roku nastąpił wzrost o ok. 50% – do kwoty 15 949 mln zł.

### 3. Rynek detalicznych obligacji skarbowych w Polsce w latach 2010–2016

Formy oszczędzania gospodarstw domowych są uzależnione zarówno od czynników mikroekonomicznych (głównie bieżącej sytuacji finansowej), jak i makroekonomicznych, tj. związanych z sytuacją gospodarczą kraju. W zależności od nich gospodarstwa domowe przeznaczają nadwyżki finansowe na oszczędności lub konsumpcję. Na sposób dysponowania środkami finansowymi ma wpływ również oferta produktowa oraz jej dostępność. Potwierdzają to badania przeprowadzone w sierpniu 2016 roku przez TNS na zlecenie ZBP (TNS, ZBP, 2016). Gospodarstwa domowe w Polsce wybierają bezpieczne formy zarządzania finansami, głównie takie, które umożliwiają dysponowanie środkami w każdej chwili.

Tak badanie TNS, jak i dane publikowane przez Główny Urząd Statystyczny pokazują, iż sytuacja materialna gospodarstw domowych w analizowanym okresie uległa

poprawie (GUS, 2018). We wszystkich grupach społeczno-ekonomicznych odnotowano wyższe dochody oraz wydatki. Pomimo wzrostu wydatków zwiększyła się także nadwyżka dochodu rozporządzalnego nad wydatkami, co sprawia, że rosną również oszczędności. Poziom nadwyżek finansowych krajowych gospodarstw domowych oraz ich forma mają duże znaczenie dla wzrostu gospodarczego oraz rozwoju systemu finansowego.

Tabela 2 przedstawia dane Narodowego Banku Polskiego na temat wartości aktywów gospodarstw domowych w latach 2010–2016.

Tabela 2. Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych oraz ich struktura w latach 2010–2016

	Wartość aktywów finansowych gospodarstw domowych (w mld zł)						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Depozyty bankowe	413,1	467,8	504,2	536,5	592,4	650,8	713,9
Depozyty w SKOK-ach	13,2	14,7	15,7	17,6	12,7	11,9	10,9
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	73,8	62,4	72,5	90,4	103,2	111,8	124,3
Tytuły uczestnictwa UFK i składki oszczędnościowe ubezpieczeń na życie	74,1	69,9	77,9	80,1	82,7	82,7	83,5
Skarbowe papiery wartościowe	10,1	8,8	8,5	9,3	9,3	10,7	11,8
Nieskarbowe papiery wartościowe	2,4	2,2	1,8	1,3	1,3	1,8	2,3
Akcje notowane na rynkach GPW	51,1	38,7	37,2	44,6	40,5	39,8	43,6
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	86,8	96,9	97,7	109,8	125,8	145,3	170,0
Ogółem	724,6	761,4	816,5	889,5	967,9	1054,8	1160,4
	Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych (w %)						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Depozyty bankowe	57,0	61,4	61,8	60,3	61,2	61,7	61,5
Depozyty w SKOK-ach	1,8	1,9	1,9	2,0	1,3	1,1	0,9
Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych	10,2	8,2	8,9	10,2	10,7	10,6	10,7
Tytuły uczestnictwa UFK i składki oszczędnościowe ubezpieczeń na życie	10,2	9,2	9,6	9,0	8,5	7,8	7,2
Skarbowe papiery wartościowe	1,4	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Nieskarbowe papiery wartościowe	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Akcje notowane na rynkach GPW	7,1	5,1	4,6	5,0	4,2	3,8	3,8
Gotówka w obiegu (bez kas banków)	12,0	12,7	12,0	12,3	13,0	13,8	14,7

Źródło: NBP, 2018.

Poziom oszczędności ogółem wzrósł w tym okresie o 62%, struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych pozostała natomiast na zbliżonym poziomie. Depozyty w bankach stanowią ponad 60% aktywów finansowych gospodarstw domowych. Można było również zaobserwować systematyczny przyrost tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz gotówki w obiegu, jednakże ich udział w strukturze aktywów finansowych



gospodarstw domowych pozostawał na tym samym poziomie. Wartość skarbowych papierów wartościowych posiadała tendencję wzrostową pomimo udziału tych instrumentów w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych na niezmiennym poziomie.

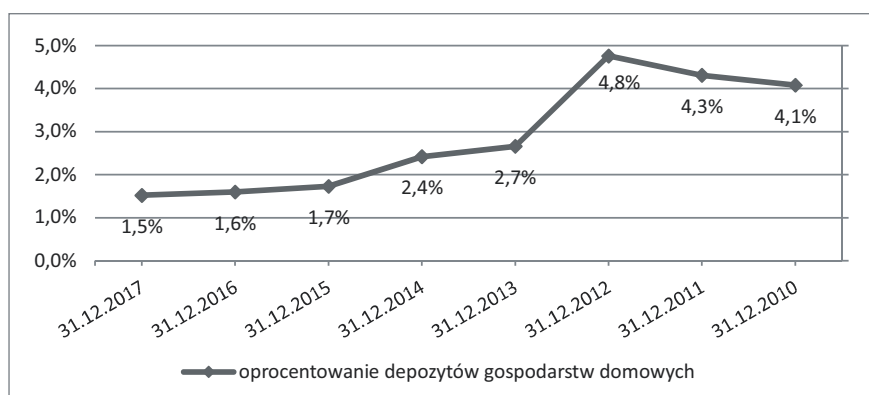
W latach 2010–2017 wartość sprzedanych obligacji detalicznych wzrosła o 65% (tabela 3). Świadczy to o wzroście zainteresowania tym produktem w sektorze gospodarstw domowych, a także o wzroście zamożności społeczeństwa.

Tabela 3. Wartość sprzedanych obligacji detalicznych (w mln zł)

Lata	Wartość sprzedanych obligacji detalicznych (w mln zł)
2010	2377,7606
2011	2222,2703
2012	2450,828
2013	2921,8949
2014	2720,9264
2015	3217,6671
2016	4633,6657
2017	6860,963

Źródło: Ministerstwo Finansów: [www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/obligacje-detaliczne](http://www.finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/obligacje-detaliczne).

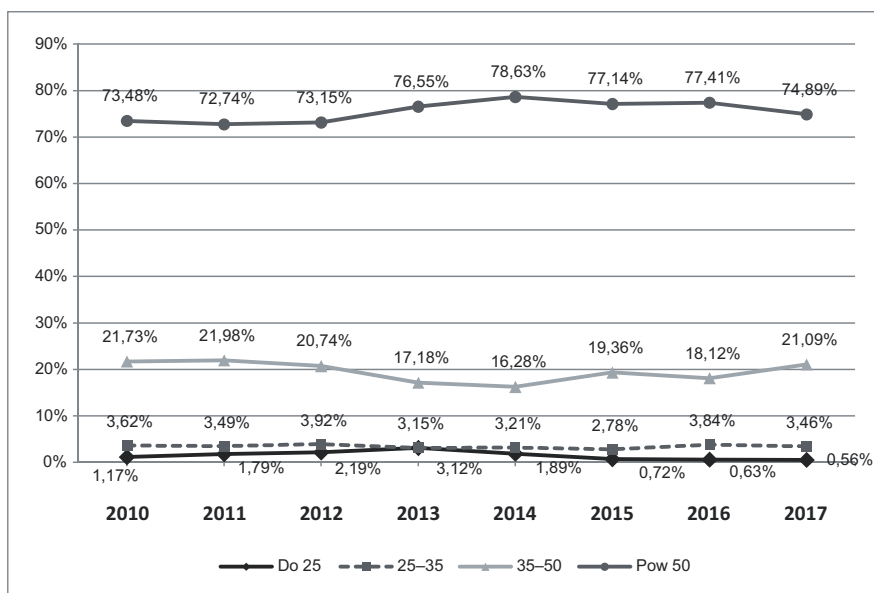
Przyczyną wzrostu zainteresowania gospodarstw domowych obligacjami skarbowymi jest prowadzona przez Narodowy Bank Polski polityka niskich stóp procentowych. Istotne znaczenie ma niskie oprocentowanie lokat bankowych – średnie oprocentowanie depozytów dla sektora niefinansowego w latach 2012–2017 spadło o 3,3 pkt proc. (rysunek 3).



Rysunek 3. Oprocentowanie depozytów gospodarstw domowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego: [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

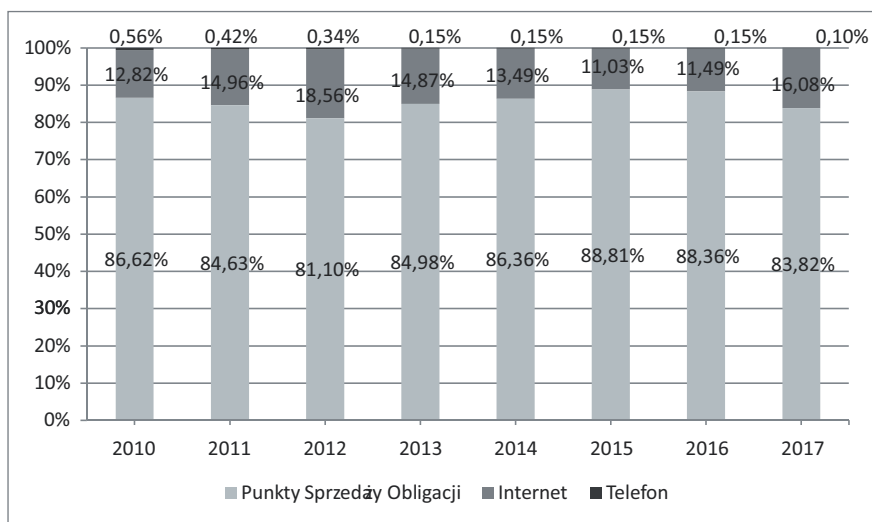
Wśród obligatariuszy znalazło się sporo osób powyżej 50. roku życia. Osoby w wieku 25–50 lat stanowią ok. 20% w strukturze kupujących obligacje detaliczne Skarbu Państwa. Najmniej skarbowych papierów wartościowych w analizowanym okresie zakupiły osoby z grupy wiekowej do 25. roku życia (rysunek 4). Jest to spowodowane tym, że młodzi ludzie rozpoczynają dopiero karierę zawodową i nie dysponują znacznymi środkami finansowymi.



Rysunek 4. Struktura wiekowa nabywców obligacji detalicznych Skarbu Państwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów: [www.finanse.mf.gov.pl](http://www.finanse.mf.gov.pl).

W strukturze punktów sprzedaży obligacji detalicznych Skarbu Państwa największy udział miały punkty sprzedaży obligacji banku PKO BP S.A. W ten sposób w analizowanym okresie zostało zakupionych ponad 80% obligacji detalicznych (rysunek 5). Zdecydowanie mniejszym zainteresowaniem cieszyła się sprzedaż za pośrednictwem Internetu – od 11,03% wszystkich sprzedanych obligacji detalicznych w 2015 roku do niemal 19% w 2012 roku. Nabywcy najmniej zainteresowani byli zakupem tych papierów wartościowych przez telefon. Przyczyną popularności punktów obsługi klienta, czyli kanału sprzedaży bezpośredniej, jest zapewne znaczna aktywność obligatariuszy powyżej 50. roku życia.



Rysunek 5. Punkty sprzedaży obligacji detalicznych Skarbu Państwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów: [www.finanse.mf.gov.pl](http://www.finanse.mf.gov.pl).

Oferta obligacji detalicznych Skarbu Państwa uległa zmianie w analizowanym okresie. W latach 2013–2015 popularnością cieszyły się krótkoterminowe obligacje oszczędnościowe (KOS), podczas gdy w 2017 roku zostały wprowadzone trzymiesięczne oszczędnościowe obligacje skarbowe o oprocentowaniu stałym (OTS). Katalog produktów oferowanych przez Skarb Państwa obligatariuszom detalicznym został poszerzony również wraz z uruchomieniem programu Rodzina 500 plus. Jego beneficjenci mogą dokonać zakupu rodzinnych obligacji skarbowych na okres sześciu (ROS) lub 12 (ROD) lat o oprocentowaniu korzystniejszym niż pozostałe detaliczne skarbowe papiery wartościowe, które w pierwszym okresie odsetkowym mają oprocentowanie odpowiednio 2,8 oraz 3,2%.

Tabela 4. Struktura sprzedaży obligacji detalicznych Skarbu Państwa według rodzaju

Rok	Struktura sprzedaży (%)							
	KOS	OTS	DOS	TOZ	COI	EDO	ROS	ROD
2010	0,00	0,00	55,66	5,65	12,01	26,68	0,00	0,00
2011	0,00	0,00	48,08	12,97	18,32	20,63	0,00	0,00
2012	0,00	0,00	31,20	6,28	29,72	32,80	0,00	0,00
2013	29,92	0,00	36,73	6,17	16,83	10,34	0,00	0,00
2014	28,26	0,00	44,17	7,56	11,12	8,89	0,00	0,00
2015	27,32	0,00	50,91	5,27	8,97	7,53	0,00	0,00
2016	0,00	0,00	76,53	4,47	12,82	6,12	0,03	0,03
2017	0,00	9,48	43,14	3,16	35,81	8,17	0,13	0,12

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów: [www.finanse.mf.gov.pl](http://www.finanse.mf.gov.pl).

Pomimo atrakcyjnej formuły ROS i ROD nie mają istotnego udziału w strukturze sprzedaży detalicznych papierów wartościowych. Największą popularnością w omawianym okresie cieszyły się dwuletnie oszczędnościowe obligacje skarbowe o oprocentowaniu stałym (DOS), które obecnie wynosi 2,1% w skali roku. Ich udział w strukturze sprzedaży obligacji detalicznych Skarbu Państwa wynosił od 31,2% w 2012 roku do 76,53% w 2016 roku. W tabeli 4 można zaobserwować również ograniczenie udziału emerytalnych dziesięcioletnich oszczędnościowych obligacji skarbowych o oprocentowaniu indeksowanym inflacją (EDO) na rzecz czteroletnich indeksowanych oszczędnościowych obligacji skarbowych o oprocentowaniu indeksowanym inflacją (COI). Prawdopodobnie EDO zostały wyparte przez Indywidualne Konta Emerytalne, które przyszłym emerytom oferują – oprócz możliwości oszczędzania – ulgi podatkowe.

#### 4. Perspektywy rozwoju rynku detalicznych obligacji skarbowych w Polsce

Długofalowym celem Ministerstwa Finansów jako emitenta obligacji oszczędnościowych jest budowanie skłonności do oszczędzania, zachęcanie do pomnażania środków poprzez obligacje skarbowe, a także w pewnym stopniu zwiększenie udziału nabywców detalicznych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz dywersyfikację bazy inwestorów. MF nie określa pożądanej docelowej wartości zadłużenia w obligacjach detalicznych.

Z przedstawionej analizy wynika, iż obligacje detaliczne stanowią niewielki odsetek emitowanego zadłużenia Skarbu Państwa. Pomimo utrzymujących się niskich stóp procentowych gospodarstwa domowe inwestują oszczędności głównie w lokaty bankowe (ponad 700 mld zł), a już 200 mld zł długu Skarbu Państwa emitowanego na rynku krajowym jest w posiadaniu inwestorów zagranicznych. Te dane wskazują na konieczność poszukiwania krajowych inwestorów detalicznych w celu zmniejszenia ryzyka walutowego związanego z odpływem obcego kapitału. Ponadto powinno się uświadamiać decydentom w gospodarstwach domowych, jakie korzyści wynikają z długoterminowego oszczędzania. Do czynników o podłożu psychologicznym, które sprawiają, że mimo osiągania wyższych dochodów Polacy nie oszczędzają, należą brak zaufania do instytucji finansowych, chęć posiadania kontroli nad własnymi finansami, niska skłonność do ryzyka, brak wiedzy dotyczącej produktów finansowych (również obligacji) oraz ich dostępności. Wiele osób zniechęciło się do inwestowania nadwyżek finansowych w instrumenty dłużne przez efekty kryzysu finansowego i to może również być powodem niepewności dotyczącej oszczędzania za pośrednictwem obligacji. Ponadto na małe zainteresowanie nimi mogą wpływać opłaty manipulacyjne, przede wszystkim prowizje pobierane przy wycofaniu środków przed terminem zapadalności. Państwo powinno obniżyć wysokość prowizji oraz podatków od zysków kapitałowych pobieranych od inwestorów detalicznych w celu zwiększenia atrakcyjności dłużnych detalicznych skarbowych papierów wartościowych. Warto też zaznaczyć, że niewielka część społeczeństwa potrafi samodzielnie wybierać produkty inwestycyjne i lokować odpowiednio swoje środki. Wydaje się, że dostępność

produktów i kampanie promocyjne dla gospodarstw domowych mogłyby przyczynić się do wzrostu zainteresowania obligacjami Skarbu Państwa.

## Podsumowanie

Od momentu, kiedy pojawiły się skutki kryzysu finansowego, prowadzone są dyskusje na temat ryzyka związanego z obecnością inwestorów zagranicznych na polskim rynku obligacji skarbowych. Zbyt mało jednak – jak dotąd – zostało podjętych działań, aby zwiększyć bazę inwestorów detalicznych, co doprowadziłoby do zmniejszenia ryzyka, zarówno walutowego, jak i wynikającego z koncentracji kapitału. Uruchomiono co prawda obligacje dla beneficjentów programu Rodzina 500 plus, ale nie spotkały się z zainteresowaniem – oferta jest niezwykle korzystna, ale niewiele zrobiono, by zachęcić do ich nabywania. Wprowadzono również trzymiesięczne oszczędnościowe obligacje skarbowe o oprocentowaniu stałym.

Istotnym problemem jest to, że środki pochodzące z gospodarstw domowych cały czas stanowią niewielki odsetek w strukturze emitowanego długu, gdy tymczasem rosnąca zamożność społeczeństwa oraz odnotowany przyrost bazy depozytowej przy polityce utrzymywania niskich stóp procentowych umożliwiłyby wzrost udziału inwestorów detalicznych. Wymagałoby to podjęcia przez państwo szeregu działań mających pobudzić zainteresowanie obligacjami detalicznymi wśród krajowych inwestorów. Należałoby promować oszczędnościowe obligacje skarbowe, przyczyniając się w ten sposób do wzrostu świadomości inwestycyjnej. Ponadto Ministerstwo Finansów powinno wprowadzić atrakcyjną ofertę oprocentowania obligacji dla wszystkich gospodarstw domowych, nie tylko beneficjentów programu Rodzina 500 plus. Rozwój rynku detalicznych dłużnych papierów wartościowych zapewniłoby również tworzenie kultury długoterminowego oszczędzania gospodarstw domowych oraz uświadomienie – szczególnie ludziom młodym – że w ten sposób można gromadzić środki na przyszłą emeryturę.

## Literatura

- Dębski, W. (2014). *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- GUS (2018). Główny Urząd Statystyczny, Budżety gospodarstw domowych w 2017 r. Pobrane z: <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/warunki-zycia/dochody-wydatki-i-warunki-zycia-ludnosci/budzety-gospodarstw-domowych-w-2017-r-,9,12.html> (8.04.2018).
- Jagielnicki, A. (2013). *Catalyst – odkryj rynek obligacji. Sprawdzona inwestycja na niepewne czasy*. Gliwice: Helion.
- Jajuga, K., Jajuga, T. (2006). *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- MF (2015). Ministerstwo Finansów, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2016–2019*. Pobrane z: <http://finanse.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/publikacje/strategie-zarzadzania-dlugiem> (19.04.2018).

- MF (2018). Ministerstwo Finansów, *Informacje podstawowe na temat obligacji detalicznych*. Pobrane z: <http://finanse.mf.gov.pl/dlug-publiczny/obligacje-detaliczne> (09.04.2018).
- NBP (2018). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2016 r.* Pobrane z: <http://nbp.pl> (08.04.2018).
- Obligacje skarbowe* (2018). Pobrane z: <http://www.obligacjeskarbowe.pl> (8.04.2018).
- Oferta...* (2018). *Oferta obligacji oszczędnościowych*. Pobrane z: <http://finanse.mf.gov.pl/web/wp/dlug-publiczny/obligacje-detaliczne/biezaca-oferta> (9.04.2018).
- Pyka, I. (red.). (2010). *Rynek finansowy*. Katowice: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej.
- Ustawa z 17.08.2009 o finansach publicznych. Dz.U. 2017, poz. 2077, z późn. zm.
- TNS, ZBD (2016). *Wybrane aspekty oszczędzania w polskim społeczeństwie*. Pobrane z: [http://zbp.pl/public/repozytorium/wydarzenia/images/wrzesien\\_2016/oszczedzanie/oszczedzanie\\_-\\_wyniki\\_badiania.pdf](http://zbp.pl/public/repozytorium/wydarzenia/images/wrzesien_2016/oszczedzanie/oszczedzanie_-_wyniki_badiania.pdf) (23.03.2018).

## STATE AND DEVELOPMENTS OF THE RETAIL MARKET OF TREASURY BONDS IN POLAND

**Keywords:** retail bonds, savings bonds, government bonds

**Summary.** The purpose of the article is to assess the condition, prospects and determinants of the development of the retail Treasury bond market in Poland. The article uses the following research methods: literature analysis, observation method, data analysis published by the Ministry of Finance and the National Bank of Poland. As a result of the analysis, attention was paid to the chances for the development of the retail Treasury bond market in Poland resulting from the increase in household savings. It would also contribute to reducing the risk resulting from the involvement of foreign investors in the domestic government bond market.

*Translated by Sylwia Frydrych*

### Cytowanie

Frydrych, S. (2018). Stan i perspektywy rozwoju rynku detalicznych obligacji skarbowych w Polsce. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 4 (133/1), 95–107. DOI: 10.18276/epu.2018.133/1-08.