

Władysław FILAR¹
Wiesław KĄKOL²

ANALIZA PROBLEMU RENTOWNOŚCI SKARBOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH W LATACH 1999-2011

Treść niniejszego opracowania stanowi prezentacja problemu wykorzystania bonów i obligacji skarbowych jako rządowych papierów wartościowych w celach inwestycyjnych. Przegląd rynku w tym zakresie dokonany został z punktu widzenia ich rentowności kształtującej się w latach 1999-2011.

1. WPROWADZENIE

Inwestowanie kojarzy się głównie z transakcjami akcyjnymi. Jednakże oprócz akcji inwestorzy mogą lokować środki finansowe w wiele zróżnicowanych pod względem stopnia ryzyka instrumentów finansowych, takich jak: obligacje, certyfikaty inwestycyjne, prawa poboru, prawa do akcji oraz instrumenty pochodne: kontrakty terminowe, warranty, jednostki indeksowe czy też opcje. Przedmiotem inwestowania są również takie instrumenty finansowe jak bony skarbowe, które obok obligacji, jako papiery rządowe wykorzystywane są podczas operacji otwartego rynku w całości kształcie instrumentarium banku centralnego w ramach kreowanej i realizowanej przez władze monetarne polityki pieniężnej. Wynika to z faktu, że rynki tych papierów należą do największych i najbardziej płynnych. Ponadto skarbowe papiery wartościowe nie są obciążone ryzykiem niewypłacalności emitenta. Celem niniejszej publikacji jest analiza możliwości wykorzystania skarbowych papierów dłużnych jako instrumentów lokacyjnych. Badaniu poddano uzyskiwane przez poszczególne papiery skarbowe stopy rentowności w latach 1999-2011 w porównaniu do obserwowanych w analogicznym okresie stóp inflacji oraz średnich stóp WIBOR. Szczególną uwagę zwrócono również na występowanie ryzyka zmiany stóp procentowych, zwłaszcza w odniesieniu do instrumentów o stałym oprocentowaniu.

2. BONY SKARBOWE JAKO INSTRUMENTY LOKACYJNE

Bony skarbowe są papierami wartościowymi, emitowanymi przez Skarb Państwa. Pomimo tego, że terminy wykupu mogą wynosić od 1 do 52 tygodni, Ministerstwo Finansów oferuje obecnie regularnie do sprzedaży tylko bony 52-tygodniowe, sporadycznie zaś bony 13-tygodniowe. Do roku 2009 emitowano bony 13-tygodniowe ponieważ służyły one do wyznaczania rentowności 3-letnich obligacji detalicznych o zmiennym oprocentowaniu. Obecnie nie jest to już konieczne gdyż rentowność tych obligacji jest wyznaczana na bazie stopy WIBOR 6M. W poprzednich latach emitowane były także bony 39-

¹ Dr hab. Władysław Filar, Prof. PRz, Zakład Finansów i Bankowości, Wydział Zarządzania, Politechnika Rzeszowska.

² Dr Wiesław Kąkol, Zakład Finansów i Bankowości, Wydział Zarządzania, Politechnika Rzeszowska.

i 26-tygodniowe, jednak zaprzestano ich emisji, odpowiednio, od 2003 i 2005 r. Bony o krótszych terminach zapadalności emitowane są incydentalnie w celu pokrycia krótkotrwałych niedoborów płynności budżetu, jednak sytuacje takie zdarzają się sporadycznie. Wartość nominalna jednego bonu wynosi 10 tys. zł.

Od 1995 r. bony istnieją jedynie w postaci zdematerializowanej, jako zapisy elektroniczne na kontach depozytowych w Centralnym Rejestrze Bonów Skarbowych (CRBS), a od 13 października 2003 r. w Rejestrze Papierów Wartościowych (RPW), który powstał z połączenia CRBS i Rejestru Bonów Pieniężnych. RPW prowadzony jest przez NBP.

Bony skarbowe mają charakter dyskontowy co oznacza, że są emitowane po cenie niższej od ich wartości nominalnej. W dniu zapadalności następuje wykup bonów według wartości nominalnej. Różnica między zdyskontowaną ceną a wartością nominalną bonu stanowi dochód z tej inwestycji.

Bon skarbowy jest uważany za instrument wolny od dwóch podstawowych rodzajów ryzyka, którymi są³:

- ryzyko nie dotrzymania warunków – z uwagi na to, iż emitentem jest Skarb Państwa, ryzyko to w zasadzie nie istnieje, chociaż zdarzają się nieliczne przypadki bankructw całych krajów;
- ryzyko ceny – ryzyko to nie występuje, w przypadku, gdy bon skarbowy jest trzymany do terminu wykupu (posiadacz otrzymuje znaną wartość nominalną); ryzyko to pojawia się, jeśli inwestor ma zamiar sprzedać bon przed terminem wykupu (posiadacz otrzymuje wartość równą nieznaną wcześniej ceny sprzedaży).

Obrót bonami skarbowymi na rynku pierwotnym odbywa się na zasadzie przetargów organizowanych przez Narodowy Bank Polski⁴. Mogą w nich brać udział wyłącznie banki, instytucje kredytowe lub instytucje finansowe a także ich oddziały, z którymi Minister Finansów zawarł umowę w sprawie pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych, przyznając im prawo do składania ofert na przetargach bonów. Pozostali inwestorzy zainteresowani nabyciem bonów muszą to robić za pośrednictwem bezpośrednich uczestników przetargu.

Inwestowanie w bony skarbowe uważa się za mało ryzykowne ze względu na fakt, że są one emitowane przez Skarb Państwa. Dlatego preferować mogą je inwestorzy, którzy mają dużą awersję do ryzyka. Ponadto, dzięki temu, że bon jest instrumentem dyskontowym jego nabywca z góry zna stopę zwrotu w terminie do wykupu, a nawet jeżeli chciałby zbyć bony przed terminem zapadalności nie będzie miał z tym żadnych problemów gdyż rynek wtórny jest niemal doskonale płynny. Dlatego też bony są używane przez inwestorów instytucjonalnych takich jak banki, fundusze, firmy ubezpieczeniowe czy też duże firmy jako krótkoterminowa, płynna lokata charakteryzująca się niewielkim ryzykiem przy znanej rentowności. Stopy zwrotu z bonów skarbowych 52-tygodniowych w porównaniu z poziomem inflacji prezentuje wykres 1.

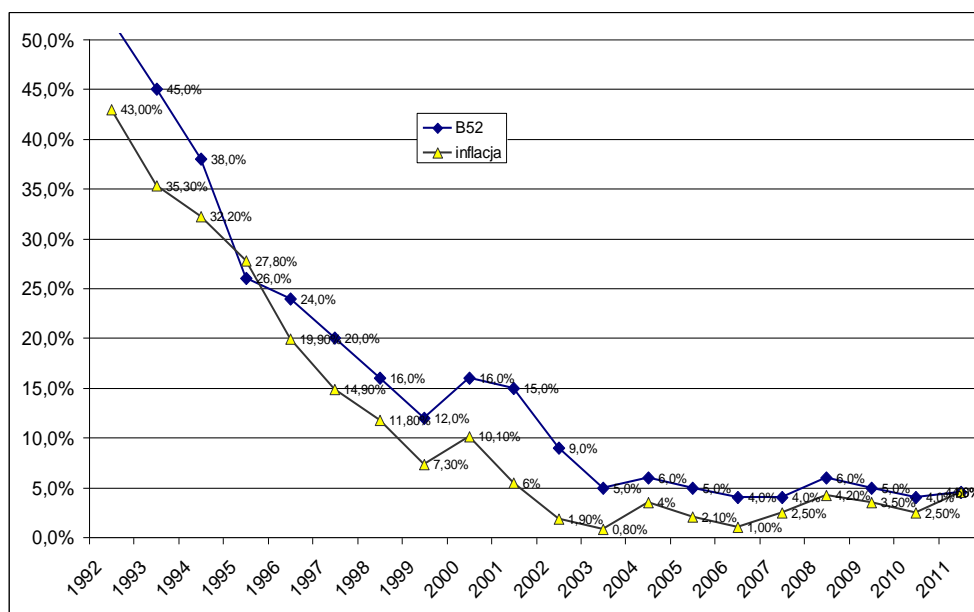
Na wykresie 1 widoczna jest korelacja oprocentowania bonów skarbowych z poziomem inflacji. Ponadto w kolejnych latach coraz bardziej zwęża się „korytarz” pomiędzy obydwooma wartościami. Jest to uwarunkowane rosnącym zaufaniem do polskiej gospodarki i poprawianiem się ocen ratingowych. Jednakże cały czas bony dają możliwość

³ K. Jajuga, *Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, FERK, Warszawa 2006, s. 27-29.

⁴ Ustawa z dn. 27.08.1997r.-Prawo bankowe (Dz.U. poz. 665, z póź. zm.)

uzyskania stopy zwrotu powyżej inflacji, a więc uzyskania realnego zysku, chociaż nabywanie ich w okresach wzrostu inflacji bardzo ten zysk ograniczało.

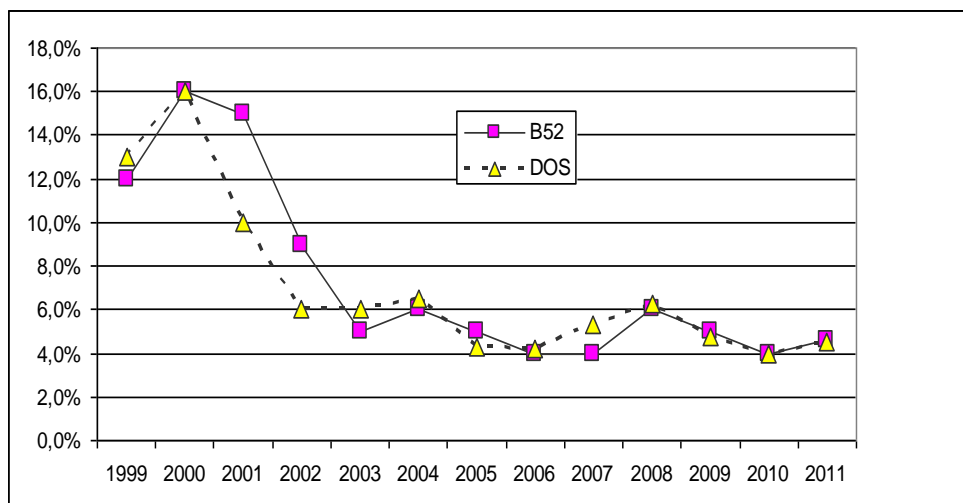
Wykres 1. Stopy zwrotu z bonów skarbowych 52-tygodniowych oraz poziom inflacji w latach 1992-2011.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów i GUS.

Na uwagę zasługuje fakt, że dla nabywców bonów skarbowych oprócz rentowności równie ważna obok braku ryzyka jest płynność. Dzięki niemal doskonałej płynności można lokować nadwyżki finansowe nawet na bardzo krótkie okresy bez ryzyka zbytnej utraty rentowności. Generalnie więc bony skarbowe są dedykowane inwestorom instytucjonalnym jako krótkoterminowa lokata nadwyżek finansowych, z możliwością natychmiastowego odkupu. Inwestorzy indywidualni nie mają takich potrzeb, sam nominal 10000 zł stanowi skuteczną barierę dla takich inwestorów, poza tym stopy procentowe są zbliżone do tych oferowanych chociażby przez obligacje detaliczne 2-letnie co pokazuje wykres 2.

Wykres 2. Rentowność bonów skarbowych 52-tygodniowych i obligacji skarbowych detalicznych dwuletnich DOS w latach 1999-2011.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Z analizy wykresu 2 wynika, że inwestorzy indywidualni są w stanie osiągać porównywalne stopy zwrotu z obligacji typu DOS jak z bonów skarbowych 52-tygodniowych, przy założeniu że nie zależy im tak bardzo na możliwości wcześniejszego wykupu ponieważ wtedy rentowność obligacji obniży się o opłatę karną w wysokości 1 zł za każde 100 zł nominalu wykupionej przed terminem zapadalności obligacji.

3. RENTOWNOŚĆ OBLIGACJI SKARBOWYCH

W literaturze poświęconej problematyce rynków finansowych, można spotkać wiele różnych określeń definiujących obligacje. Na przykład F.J. Fabozzi definiuje obligację jako instrument dłużny, którego emitent zobowiązuje się wobec inwestora do zwrócenia pożyczonej kwoty wraz z odsetkami w ściśle określonym terminie⁵. W. Dębski określa obligację jako papier wartościowy poświadczający wierzytelność, czyli zobowiązanie dłużne emitenta wobec jej właściciela na określoną sumę wraz ze zobowiązaniem do wypłaty oprocentowania w ustalonych terminach⁶. E. Faerber porównuje obligacje do rachunków oszczędnościowych jako pożyczek udzielanych bankowi, które tym różnią się od depozytów bankowych, że można je sprzedać przed terminem, są zatem zbywalnymi skryptami dłużnymi⁷.

K. Jajuga określa obligacje jako papier wartościowy potwierdzający nabycie przez jego posiadacza prawa do otrzymania w określonym terminie sumy pieniężnej określonej

⁵ F.J. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategia*, Wydawnictwo WIG-PRESS, Warszawa 2000, s. 1.

⁶ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2002, s. 212.

⁷ E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, Wydawnictwo WIG-PRESS, Warszawa 1996, s. 4-5.

w obligacji oraz ewentualnie odsetek. Nabywca obligacji w ten sposób udziela kredytu emitentowi obligacji⁸.

W Leksykonie Finansowo-Bankowym można znaleźć następującą definicję: „obligacja jest to rodzaj papieru wartościowego przynoszący posiadaczowi z góry określony dochód, stanowi dowód wiarytelności stwierdzający prawo posiadacza obligacji do otrzymania od wystawcy obligacji w określonym terminie i trybie zwrotu pożyczki oraz określonego dochodu w postaci odsetek lub premii. Obligacje są stosowane głównie przy długoterminowych pożyczkach zaciąganych przez państwo i związki publicznoprawne, a także jednostki gospodarcze”⁹.

Mianem obligacji określa się z reguły te pożyczkowe papiery wartościowe, których termin wykupu jest dłuższy aniżeli jeden rok.

W praktyce wyróżnia się wiele ich rodzajów klasyfikowanych według różnorodnych kryteriów. Z punktu widzenia niniejszego opracowania najważniejsze kryterium stanowi rodzaj emitenta. Wyróżnia się tu trzy rodzaje obligacji:

- Obligacje skarbowe – emitentem jest Skarb Państwa;
- Obligacje gminne (komunalne) – emitentami są gminy lub związki gmin;
- Obligacje przedsiębiorstw (korporacyjne).

Ponadto, istotnie wpływającym na ryzyko a więc i uzyskiwaną rentowność z obligacji jest kryterium stopy procentowej na podstawie którego można wyodrębnić następujące¹⁰:

- stałej stopie procentowej – większość obligacji jest emitowana w formie z kuponem o stałej stopie procentowej;
- zmiennej stopie procentowej – stopa tych obligacji jest najczęściej odnoszona do konkretnej rynkowej stopy procentowej, np. WIBOR lub LIBOR; obligacje o zmiennej stopie procentowej transferują ryzyko stopy procentowej z emitenta na obligatariusza; są one często wykorzystywane w krajach o wysokiej inflacji, gdzie trudno jest przewidzieć długoterminową stałą stopę procentową;
- zerokuponowe – są obligacjami, z którymi nie jest związany obowiązek płatności odsetek; obligacje te są emitowane z dyskontem do ich wartości nominalnej co oznacza, że cena emisyjna jest niższa od ceny nominalnej; różnica ta stanowi wynagrodzenie inwestorów;
- indeksowane - w zasadzie jest to obligacja o zmiennym oprocentowaniu; jednak tutaj oprocentowanie za dany okres zależy od stopy inflacji, a więc charakterystyki makroekonomicznej, nie zaś od stopy notowanej na rynku finansowym; w tym przypadku są dwie możliwości określenia odsetek:
 - na podstawie stopy inflacji w okresie poprzedzającym okres odsetkowy – wtedy oprocentowanie jest znane,
 - na podstawie stopy inflacji w okresie odsetkowym – wtedy oprocentowanie nie jest znane.

Ponadto w Polsce obligacje skarbowe ze względu na rodzaj inwestora dzieli się na dwie grupy:

⁸ K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2004, s. 19.

⁹ *Leksykon Finansowo-Bankowy*, PWE, Warszawa 1991, s. 264-265.

¹⁰ K. Marecki, *Podstawy finansów*, PWE, Warszawa 2008, s. 234.

- obligacje detaliczne – dedykowane tzw. drobnym inwestorom – osobom fizycznym (rezydentom i nierezydentom), stowarzyszeniom oraz innym organizacjom społecznym i zawodowym, a także fundacjom wpisanym do rejestru sądowego,
- obligacje hurtowe przeznaczone dla większych inwestorów instytucjonalnych.

Obligacje skarbowe są emitowane na podstawie ustawy z dnia 30 czerwca 2005 roku o finansach publicznych (tekst jednolity Dz. U. Nr 249, poz. 2104, z późn. zm.). Ogólne warunki emisji obligacji określa rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 26 czerwca 2006 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych w sieci sprzedaży detalicznej (Dz. U. Nr 113, poz. 774), natomiast warunki dotyczące poszczególnych emisji obligacji są zawarte w listach emisyjnych Ministra Finansów, które są podawane do wiadomości publicznej na stronach internetowych (www.mf.gov.pl/obligacje, www.obligacjeskarbowe.pl), a także w punktach sprzedaży obligacji Agenta emisji skarbowych obligacji detalicznych¹¹.

Wartość nominalną obligacji oferowanych w sieci sprzedaży detalicznej określa list emisyjny i wynosi ona dla wszystkich serii 100zł. Obligacje detaliczne dzieli się na dwa podstawowe rodzaje:

1. obligacje oszczędnościowe - 2-letnie, 4-letnie oraz 10-letnie,
2. obligacje rynkowe – 3 letnie.

Obligacje detaliczne można kupić:

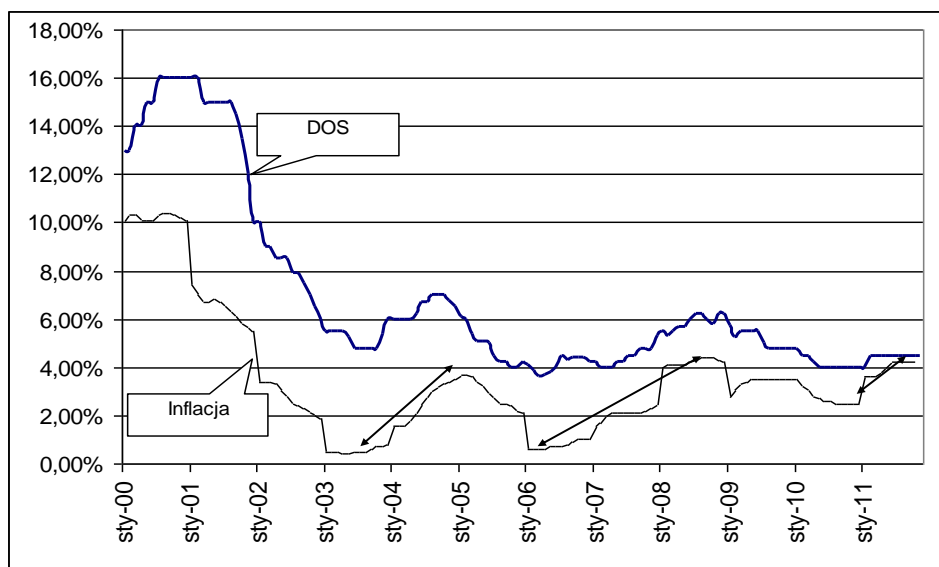
- na rynku pierwotnym:
- w Punktach Sprzedaży Obligacji, czyli w wyznaczonych oddziałach PKO Banku Polskiego w całym kraju oraz Punktach Obsługi Klientów Domu Maklerskiego PKO BP,
- za pośrednictwem internetu pod adresem: www.zakup.obligacjeskarbowe.pl oraz telefonu: 0 801 310 210,
- za pośrednictwem konta Inteligo pod adresem www.inteligo.pl,
- na rynku wtórnym nieregulowanym – w drodze umowy cywilno-prawnej – dotyczy to obligacji oszczędnościowych,
- na rynku wtórnym regulowanym (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie) - obligacje rynkowe.

Obligacje dwuletnie posiadają symbol DOS (dwuletnie oszczędnościowe stałoprocentowane). Jak sama nazwa wskazuje są emitowane z terminem zapadalności za dwa lata. Ich oprocentowanie jest stałe przez cały okres trwania z roczną kapitalizacją odsetek. Inwestor otrzymuje więc zainwestowaną kwotę wraz z odsetkami po dwóch latach (uwzględniając 19% podatek od zysków kapitałowych). Stałe oprocentowanie obligacji dwuletniej sprawia, że inwestor musi się liczyć z ryzykiem zmiany stóp procentowych na rynku w trakcie dwuletniej inwestycji. Instrumenty o charakterze lokacyjnym o stałym oprocentowaniu są dobrą inwestycją wtedy, gdy spodziewany jest spadek stóp procentowych lub przynajmniej ich stabilizacja na obecnym poziomie. Inwestor nabywając wtedy obligacje skarbową np. z kuponem 4,5% może w terminie do wykupu uzyskać wyższą rentowność niż średnio może dać to rynek. Takie sytuacje na polskim rynku zdarzały się praktycznie przez cały okres lat 90-tych co wynikało głównie z obniżania się poziomu inflacji. Wówczas instrumenty o stałym oprocentowaniu stanowiły dobre rozwiązanie. Jednak początek lat 2000-nych pokazał, że stopy procentowe nie tylko mogą spadać, ale

¹¹ Prospekt informacyjny obligacji Skarbu Państwa, Warszawa 2009, s. 2.

także wzrastać, powodując u posiadaczy papierów o stałym oprocentowaniu realną stratę. Zarabiają oni wtedy realnie mniej niż średnio daje rynek. Sytuację tę przedstawia wykres 3.

Wykres 3. Oprocentowanie obligacji DOS i inflacja w latach 2000-2011.

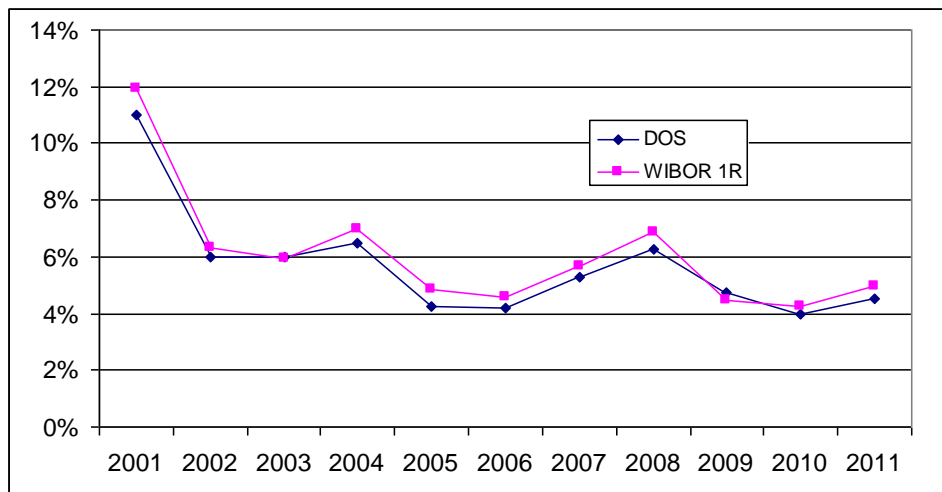


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Wykres nr 3 ilustruje sytuację w latach 2000-2011 kiedy to w ciągu trzech okresów poziom inflacji wzrastał w porównaniu z poprzednimi miesiącami. Okresy te zaznaczono na wykresie nr 3 strzałkami. Inwestor który kupował obligacje DOS na początku tych okresów realnie tracił na inwestycji. Np. kupując obligacje na początku roku 2003, kiedy ich oprocentowanie wynosiło 5,5%, podczas gdy pod koniec tego samego roku było już na poziomie 6% a w połowie 2005r. sięgnęło 7% (na podobnym poziomie kształtowała się stopa WIBOR 1R. Realnie więc inwestor zamiast zarabiać w granicach 6-7% został z obligacją o rentowności na poziomie 5,5%. Jeszcze wyraźniej ryzyko związane z inwestowaniem w obligacje o stałym oprocentowaniu widoczne było w latach 2006-2008. Na początku tego okresu można było nabywać obligacje DOS o rentowności 4,2% natomiast już po pierwszym roku dwuletniego okresu oszczędzania stopy procentowe na rynku sięgnęły 5,7%, w drugim roku oszczędzania stopa WIBOR 1R osiągnęła nawet poziom 6,9% (wykres 4). Dodatkowo oszczędności z obligacji w drugim roku nie starczyły nawet na pokrycie stopy inflacji która w połowie 2008 r. wynosiła 4,4%.

Inwestorzy nabywający obligacje typu DOS mieli również okresy w których notowali ponadprzeciętne rentowności. Tak było zawsze gdy stopy procentowe obniżały się. Z wykresu nr 4 wynika, że warto było kupować obligacje DOS na początku 2001 roku, później w roku 2004 oraz 2008-2009. Przykładowo w połowie 2008 r. można było nabyć obligację DOS o kuponie odsetkowym wynoszącym 6,25% podczas gdy już w 2009 r. WIBOR 1R wynosił poniżej 5%. W porównaniu z średnią stopą rynkową w ty czasie posiadacz takich obligacji mógł zarobić nawet do 2% „ponad rynek”.

Wykres 4. Stopa zwrotu z obligacji DOS oraz WIBOR 1R w latach 2000-2011.

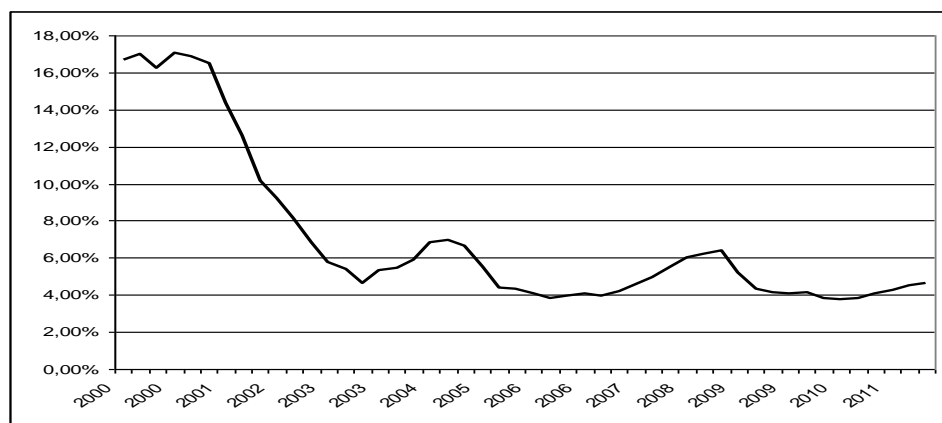


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów i NBP.

Obligacje dwuletnie to jedyne takie papiery o stałym oprocentowaniu w ofercie detalicznej. W latach dziewięćdziesiątych Skarb Państwa emitował jeszcze obligacje pięcioletnie o stałym oprocentowaniu, ale później wycofano się z ich emisji ze względu na ryzyko jakie niesły dla inwestorów indywidualnych, bardziej nastawionych na bezpieczne oszczędzanie niż na realną utratę wartości portfela.

Mniejszym ryzykiem a zatem i większym bezpieczeństwem odznaczały się natomiast pozostałe obligacje oferowane przez Skarb Państwa. Najbezpieczniejsze z nich to obligacje trzyletnie o zmiennym oprocentowaniu oznaczane symbolem TZ. Ich oprocentowanie zmienia się w okresach półrocznych i bazuje na stopie WIBOR 6M zapewniając tym samym inwestorom bezpieczeństwo inwestycji.

Wykres 5. Stopa procentowa WIBOR 6M w latach 2000-2011.

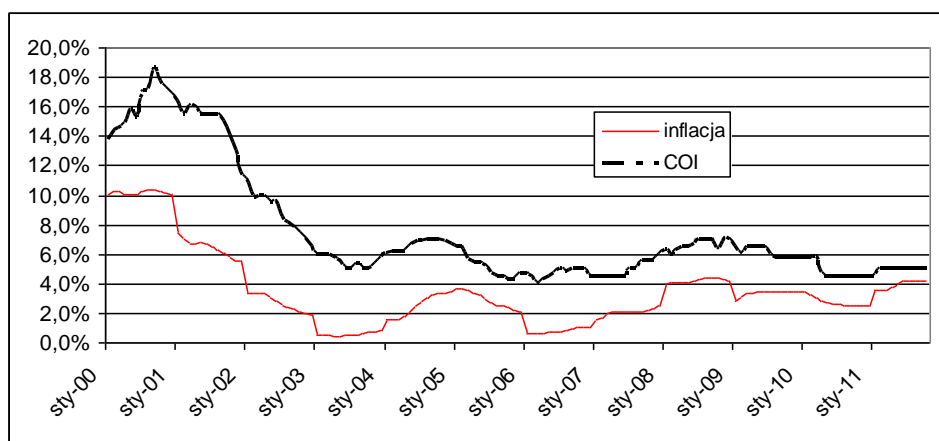


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Użycie zmiennej stopy procentowej opartej o WIBOR gwarantuje, że posiadacz takiej obligacji nie będzie mógł realnie zarabiać na niej mniej niż może zaoferować rynek, ale też z drugiej strony nigdy nie zarobi więcej. Jest to więc wybór dla tych którzy ponad wszystko cenią sobie brak ryzyka. Obligacje te są również dobrą lokatą w okresach zwyżujących stóp procentowych, ponieważ wtedy w każdym następnym okresie odsetkowym oprocentowanie podnosi się zgodnie z ruchem stóp procentowych na rynku nie pozostawiając inwestora z obligacją, której rentowność byłaby poniżej bieżącej wartości rynkowej. Wartości WIBOR 6M prezentuje wykres 5.

Kolejny rodzaj obligacji detalicznych stanowią papiery czteroletnie o symbolu COI (czteroletnie oszczędnościowe indeksowane). Są to obligacje o zmiennym oprocentowaniu, których stopa procentowa jest wyznaczana raz na rok na podstawie stopy inflacji powiększonej o z góry ustaloną marżę, przy czym marża ta najczęściej jest inna w pierwszym okresie odsetkowym w porównaniu z kolejnymi. Dokładną wysokość marży określa dla każdej serii prospekt informacyjny. Np. dla serii COI115, czyli z terminem wykupu w listopadzie 2015 r w pierwszym okresie odsetkowym przewidziano 1,10% marży, natomiast w kolejnych 2,5%. Należy jednak podkreślić, że marże te mogą być inne dla poszczególnych serii, dlatego należy zawsze uważnie czytać prospekt informacyjny. Kształtowanie się rentowności obligacji czteroletnich COI w porównaniu z poziomem inflacji przedstawia wykres 6.

Wykres 6. Rentowność obligacji COI oraz poziom inflacji w latach 2000-2011.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów i GUS.

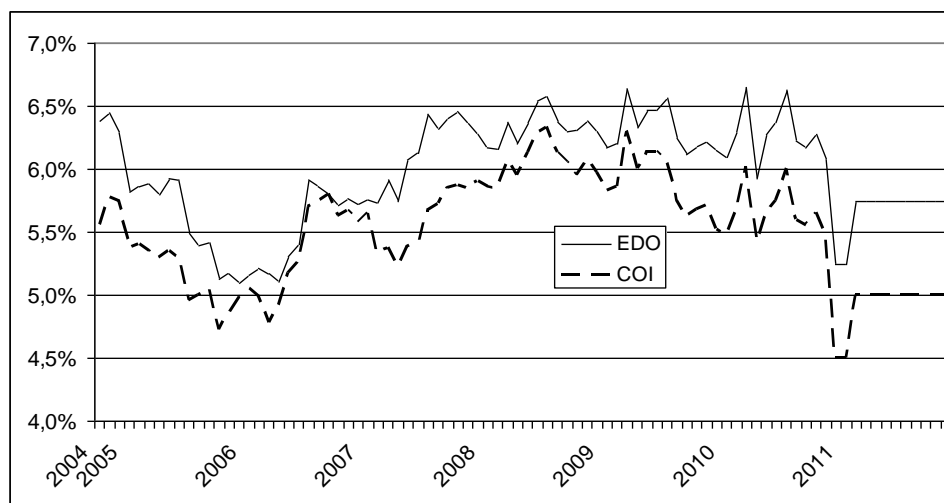
Inwestując w obligacje indeksowane inwestor ma zawsze pewność, że jego stopa zwrotu z inwestycji będzie wyższa od poziomu inflacji co pokazuje wykres 6. Nawet jeżeli inflacja będzie wzrastać to rentowność obligacji również będzie rosła w kolejnych okresach odsetkowych zapewniając inwestorowi realny zysk. Wadą obligacji może być dokonywanie indeksacji w okresach rocznych co przy szybkich zmianach inflacji (zwłaszcza wzrostach) może powodować efekt „nie nadążania” rentowności obligacji za inflacją, a tym samym pochłaniania części zysków przez szybko wzrastającą inflację, dopóki nie nastąpi aktualizacja rentowności kuponu odsetkowego obligacji. Kolejna wada to czteroletni, a więc dosyć długi jak dla inwestorów indywidualnych okres zapadalności obligacji. Możliwe jest wcześniejsze zakończenie inwestycji, ale wymaga to uiszczenia

opłaty za wcześniejszy wykup w wysokości 1 zł za każdą obligację, czyli przy nominale 100 zł utratę w stosunku rocznym 1% zysku.

Ostatnim z analizowanych wyżej rodzajem oferowanych obecnie obligacji detalicznych są obligacje emerytalne dziesięcioletnie (EDO) przewidziane jako możliwość oszczędzania do emerytury w ramach III filaru ubezpieczeń społecznych. Są one emitowane od 2004 r. Posiadają podobną konstrukcję jak COI, czyli są indeksowane. Stopa procentowa zmienia się co roku i jest obliczana jako stopa inflacji z roku poprzedniego plus z góry ustalona marża zysku. Dotychczasowe emisje pokazują, że marże są zazwyczaj o 0,25-0,75% wyższe niż w przypadku obligacji typu COI co stanowi swego rodzaju rekompensatę za długi termin do ich wykupu. Ponadto Ministerstwo Finansów przewidziało dla tego rodzaju obligacji zwolnienie od podatku od zysków kapitałowych. Warunkiem jest utrzymanie inwestycji do czasu osiągnięcia wieku emerytalnego. Dokonuje się tego poprzez zamianę zapadających transz obligacji na kolejne serie i w ten sposób przedłużanie trwania inwestycji do momentu przejścia na emeryturę. Średnią rentowność obligacji typu EDO w porównaniu z średnią rentownością obligacji COI pokazuje wykres 7.

Obligacje EDO mają średnią rentowność zawsze trochę wyższą od obligacji COI co wynika jak już wspomniano z wyższych marż ustalanych dla obligacji EDO. Ma to również stanowić zachętę do inwestowania w tego typu obligacje o bardzo długim jak na papiery wolne od ryzyka horyzoncie czasowym.

Wykres 7. Rentowność obligacji EDO oraz COI w latach 2004-2011.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Podobnie jak w przypadku obligacji COI również serie EDO można zbyć przed terminem wykupu przy opłacie wysokości 1 zł za obligację. Ten rodzaj obligacji jest dobrym rozwiązaniem dla tych, którzy faktycznie myślą o odkładaniu na emeryturę, ale tutaj należy zaznaczyć, że przy długim okresie czasu rozsądniej byłoby zainwestować jednak w bardziej ryzykowne aktywa, zapewniające również stosunkowo wyższą stopę zwrotu. Czas pełni wtedy funkcję katalizatora ryzyka co w efekcie daje korzystne rezultaty. Obligacje EDO powinni więc wybierać raczej inwestorzy, którzy do emerytury mają już nie-

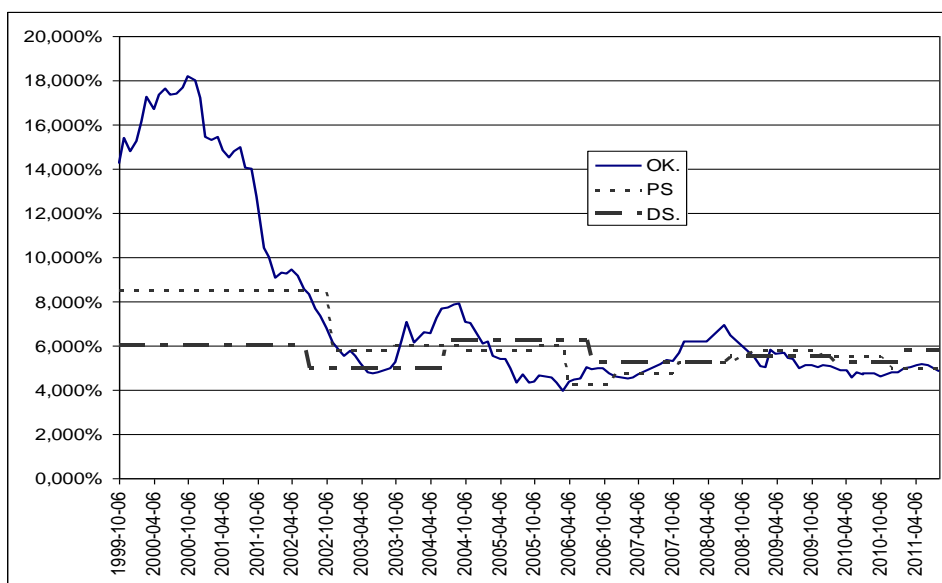
wiele czasu, lub Ci, którzy dokładnie nie wiedzą jeszcze na co przeznaczyć oszczędzone pieniądze, ponieważ w przypadku inwestycji w EDO zawsze będą mogli te obligacje zbyć przed terminem a uwolnione środki wykorzystać na dowolny cel (płacąc oczywiście podatek od zysków kapitałowych).

Oddzielną grupę obligacji skarbowych stanowią obligacje hurtowe. Są one przeznaczone dla inwestorów instytucjonalnych. Ich sprzedaż na rynku pierwotnym odbywa się na przetargach, a rynek wtórny to rynek międzybankowy lub Warszawska Giełda Papierów Wartościowych. Nominał obligacji hurtowych to 1000zł. Obecnie na rynku dostępne są następujące rodzaje tych obligacji:

- dwuletnie zerokuponowe (symbol OK) – obligacje dyskontowe a więc o stałym oprocentowaniu,
- pięcioletnie o stałym oprocentowaniu – (PS),
- dziesięcioletnie o stałym oprocentowaniu (DS),
- dziesięcioletnie o zmiennym oprocentowaniu (DZ),
- dwudziestoletnie o stałym oprocentowaniu (WS).

Rentowności tych obligacji ustalane są na rynku pierwotnym na podstawie wyniku przetargów. Analiza tych wyników w ostatnich dziesięciu latach wskazuje, że nie odbiegają one rentownościami od podobnych obligacji detalicznych (wykres 8).

Wykres 8. Rentowność obligacji serii OK, PS, DS w latach 1999-2011.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Na uwagę jednak zasługują obligacje o stałym oprocentowaniu, gdyż ich nabywanie wiąże się z ryzykiem zmiany stopy procentowej w okresie „do wykupu”, które rośnie wraz z czasem trwania obligacji. Obecnie najdłuższe oferowane obligacje o stałym oprocentowaniu mają termin zapadalności dwudziestoletni a kupon odsetkowy wynosi 5,75%.

Obligacje te najczęściej nabywane są przez fundusze inwestycyjne, gdyż są one długoterminową lokatą kapitału, przy założeniu, że wiarygodność finansowo-kredytowa Polski nie będzie się pogarszała.

3. PODSUMOWANIE

Popularność tego rodzaju rządowych papierów wartościowych wynika z minimalnego ryzyka emitenta oraz dużej płynności. Dokonany przegląd rynku tych walorów wskazuje, że są one przede wszystkim ukierunkowane na inwestorów instytucjonalnych. Tak jest w przypadku bonów oraz obligacji hurtowych. Bony jako inwestycje krótkoterminowe, dzięki swojej płynności stanowią instrument niemal doskonale regulujący wielkość posiadanych środków finansowych zarówno przez banki, fundusze inwestycyjne jak również sektor pozafinansowy.

Z kolei obligacje posiadając charakter długoterminowy stanowią zachęcającą lokatę dla inwestorów ceniących sobie niskie ryzyko przy stopach zwrotu zapewniających ochronę ich kapitału. Interesujące są również oferty w zakresie obligacji detalicznych. Każdą z obecnych serii charakteryzują cechy, które mogą zainteresować potencjalnych inwestorów. Jednakże w porównaniu np. do lokat bankowych popyt na nie jest niewielki. Jak się wydaje problemem nie jest tu stosunkowo niskie oprocentowanie (w porównaniu z średnimi oprocentowaniami lokat jest ono nawet nieco wyższe) lecz poziom edukacji finansowej części społeczeństwa zwłaszcza w zakresie zasad nabywania obligacji czy też mechanizmu ich konstrukcji w przypadku oprocentowania zmiennego. Nie bez znaczenia jest także stan zasobów pieniężnych obywateli.

LITERATURA

- [1] Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2002
- [2] Fabozzi F. J., *Rynki obligacji. Analiza i strategia*, Wydawnictwo WIG-PRESS, Warszawa 2000
- [3] Ferber E., *Wszystko o obligacjach*, Wydawnictwo WIG-PRESS, Warszawa 1996
- [4] Jajuga K., *Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, FERK, Warszawa 2006
- [5] Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, PWN, Warszawa 2004
- [6] *Leksykon Finansowo-Bankowy*, PWE, Warszawa 1991
- [7] Marecki K., *Podstawy finansów*, PWE, Warszawa 2008
- [8] Ustawa z dn. 27.08.1997r.-Prawo bankowe (Dz.U. poz. 665, z póź. zm.)

STUDY OF PROFITABILITY ISSUE OF TREASURY DEBT SECURITIES IN 1999-2011

The paper presents elaboration on the issue of treasury bonds and bills as being used for governmental investment purpose.

The bonds and bills market analysis has been performed from the perspective of their profitability within the period 1999-2011.