

Grzegorz WASZKIEWICZ*

RÓWNOWAŻENIE BUDŻETU I PODNOSZENIE SPRAWNOŚCI RYNKU OBSŁUGI DŁUGU PUBLICZNEGO NA PRZYKŁADZIE POLSKI W LATACH 2007/2008

Zarys treści: Poniższy referat dotyczy dwóch istotnych aspektów współczesnej polityki budżetowej, a mianowicie: bilansowania budżetu i rozwijania rynku obsługi długu publicznego. W pierwszej części prezentowanej pracy podjęto próbę wyjaśnienia roli, jaką odgrywa sprawny rynek obsługi długu publicznego w procesie równoważenia finansów publicznych państwa, zwłaszcza w okresie spowolnienia gospodarczego. Druga część referatu została poświęcona zweryfikowaniu tezy, że doraźne równoważenie rachunku budżetowego nie służy wzmocnieniu rynku długu publicznego. Innymi słowy, nieplanowana aktywność Ministerstwa Finansów na rynku finansowym (ryнку obsługi długu) materializująca się poprzez zwiększenie podaży skarbowych instrumentów dłużnych o najkrótszych terminach zapadalności – bonów skarbowych, niekorzystnie wpływa na kondycję i efektywność rynku obsługi długu publicznego.

Słowa kluczowe: rynek długu publicznego, bony skarbowe, obligacje skarbowe, efektywność, bilansowanie rachunku budżetowego.

Efektywność rynku długu publicznego priorytetem dla polityki budżetowej

Polityka budżetowa polega na operowaniu wydatkami i przychodami państwa poprzez regulowanie ich wysokości, struktury, wzajemnych proporcji oraz salda, dla osiągnięcia różnych celów ekonomicznych, społecznych i politycznych¹. Jej ekonomicznym sednem jest bilansowanie strony dochodowej i wydatkowej budżetu państwa – tabela 1.

* mgr Grzegorz Waszkiewicz, doktorant Uniwersytetu Gdańskiego

¹ A. Fajferek, *Polityka ekonomiczna*, AE, Kraków 1999, s. 87.

Tabela 1. Przykład struktury procentowej dochodów i wydatków na saldzie finansów publicznych w Polsce w roku 2008 – najistotniejsze kategorie

Table 1. An example of percentage structure of revenues and expenditures in public finance account in 2008 – the most important categories

BUDŻET POLSKI				
DOCHODY			WYDATKI	
PODATKI	VAT	41% ²	Dotacje i subwencje	47,1%
	AKCYZA	19,9%	Wydatki bieżące	17,5%
	PIT	15,3%	Finansowanie projektów UE	9,1%
	CIT	10,7%	Obsługa długu publicznego	9%
	Środki z UE	5,8	Świadczenia dla osób fizycznych	7,6%

Zródło: Opracowanie własne na podstawie wyników kontroli NIK w MF za 2008

Source: Own compilation on the basis of data from the Supreme Control Chamber (NIK) in Ministry of Finance in 2008

Równoważenie strony dochodowej i wydatkowej budżetu wydaje się zadaniem pozornie łatwym, praktycznie sprawia wiele trudności, o czym świadczy fakt, że większość krajów europejskich nie potrafi się uporać z chroniczną nierównowagą we własnych finansach publicznych [patrz: <http://appsso.eurostat.ec.europa>]. Kłopot z realizacją tego zadania wynika z nakładania się przeciwstawnych interesów³ decydentów podczas prac nad budżetem, wynikających z jednej strony z inklinacji w kierunku obniżania podatków, (choć podatki w Polsce nie są aż tak wysokie, bynajmniej na tle innych krajów UE⁴), z drugiej zaś, ze skłonności do utrzymywania i finansowania rozbudowanego systemu opieki socjalnej obywateli i rosnących kosztów administracji publicznej.

² W stosunku do całości dochodów (wydatków).

³ Dlatego postuluje się wprowadzenie organu doradczego na kształt Rady Polityki Pieniężnej, którego zadaniem byłoby podejmowanie decyzji istotnych z punktu widzenia długofalowego interesu kraju, w zakresie gromadzenia i wydatkowania pieniędzy publicznych w sposób suwerenny (bez nacisków na jakie są narażeni politycy) i merytoryczny (decydenci byłiby specjalistami z zakresu finansów publicznych). Podobne rozwiązania funkcjonują w innych państwach, np. w Szwecji – *Fiscal Policy Council*, w Niemczech – *German Council of Academic Experts*.

⁴ A. Wernik, *Czy możliwa jest prorozwojowa reforma finansów publicznych*, referat na Konferencję Naukową Instytutu Finansów 24 listopada 2008 r. [patrz: <http://www.pte.pl/pliki/1/53/Wernik.pdf>].

O ile bilansowanie budżetu państwa w czasach koniunktury jest wykonalne (Hiszpania 2005-2007), o tyle staje się wręcz nierealne w okresie słabej koniunktury. Wówczas bowiem spadają dochody z tytułu podatków bezpośrednich, jak i pośrednich [patrz ich znaczenie dla budżetu państwa – tabela 1], natomiast wydatki na świadczenia pracownicze (w tym dla bezrobotnych) i koszty obsługi długu rosną, nie wspominając o często stosowanych wydatkowych sposobach ożywiania gospodarki. Na taki układ niekorzystnych zdarzeń polityka budżetowa zaleca równoważenie budżetu w przekroju całego cyklu koniunkturalnego⁵, ale i to okazuje się nieskuteczne w przypadku, kiedy niedobór finansów publicznych jest zjawiskiem stałym. Wówczas „państwo musi zaciągać pożyczki, aby pokryć różnicę między wydatkami a dochodami. Jeżeli deficyt powtarza się z roku na rok, to musi się ono co roku zapożyczać. Skumulowana wartość tych pożyczek tworzy dług publiczny⁶”.

Pomimo konsekwencji w postaci rosnącego długu publicznego, samo pojawienie się nierównowagi na rachunku budżetu państwa zmusza rząd do bezwzględnego bilansowania budżetu, a więc gromadzenia dodatkowych środków w celu pokrycia swoich nadmiernych wydatków. Z czterech możliwych dróg służących temu celowi, tj. monetyzacja długu, podwyższenie poziomu danin publicznych, prywatyzacja (w gospodarkach, które nie zostały w pełni sprywatyzowane) oraz pożyczka, władze państwowe najczęściej decydują się na ostatni z wymienionych sposobów. Wynika to z faktu, że jest niedostrzegalny i trudny do zweryfikowania przez opinię publiczną, a przede wszystkim, co istotniejsze z ekonomicznego punktu widzenia, najmniej szkodliwy dla systemu gospodarczego i dla obywatela, aczkolwiek może generować działania negatywne dla całej gospodarki (wypychanie i wzrost stóp procentowych, presja inflacyjna, pułapka zadłużenia i bliźniacze deficyty).

Mimo wspomnianych zagrożeń zdecydowana większość krajów, nie tylko europejskich, preferuje emisję obligacji Skarbu Państwa (SP) jako narzędzie uzupełniania niedoborów budżetowych. W Polsce kumulowanie środków na potrzeby bilansowania budżetu państwa realizuje Rząd, za pośrednictwem Ministerstwa Finansów (MF) na rynku skarbowych papierów wartościowych (spw). Zbywanie obligacji SP następuje na rynku pierwotnym (międzybankowym) lub wtórnym, a nabywcami mogą być banki komercyjne, instytucje finansowe i klienci indywidualni. Warto jednak zauważyć, że kwestią nadrzędną jest tutaj oferowana dochodowość tych instrumentów, gdyż stanowią one alter-

⁵ S. Momigliano, A. Staderini (1999), *A New Method of Assessing the Structural Budget Balance: Results for the Years 1995-2000*, w „*Indicators of structural budget balances*”, Banca D’Italia.

⁶ J. E. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*, PWN, Warszawa 2004, s. 947.

natywę dla lokat bankowych i pozostałych instrumentów rynku, spośród których wybiera potencjalny inwestor.

Pomimo tego, że rząd na rynku finansowym (pieniężnym i kapitałowym) znajduje się w pozycji uprzywilejowanej, tzn. nie istnieje dla niego ryzyko niewypłacalności, prawo bankowe oraz ustawy dotyczące działalności finansowej poszczególnych instytucji rynku finansowego nakazują bankom i innym instytucjom finansowym (np. TFI) lokować olbrzymią część swoich aktywów w instrumenty stabilne⁷, to jednak MF musi baczyć na dobro całej gospodarki gromadząc środki na pokrycie wydatków budżetowych. A zatem kwestią pierwszoplanową w długiej perspektywie czasowej, z punktu widzenia emitenta, jest stworzenie stabilnego i płynnego rynku długu publicznego, który będzie w stanie konkurować z innymi rynkami obligacji skarbowych w Europie, a nawet na świecie. W tym celu dąży się do podnoszenia sprawności rynku długu publicznego, podejmując świadome decyzje i działania mające na celu wybór najodpowiedniejszego sposobu zaciągania długu publicznego na potrzeby nadmiernych wydatków budżetowych⁸.

Uzmysławiając sobie złożone, a niekiedy przeciwstawne względem siebie priorytety, jakie w ramach zarządzania długiem publicznym winny być realizowane (zaciąganie pożyczek w celu zapewnienia płynności budżetu państwa, zarządzanie należnościami finansowymi budżetu państwa, zarządzanie długiem potencjalnym oraz zarządzanie specjalnymi funduszami państwowymi tj. fundusze emerytalne)⁹, a przede wszystkim dostrzegając zależność pomiędzy wielkościami podstawowych kategorii budżetowych a efektywnością rynku długu publicznego, warto zastanowić się nad kształtem współczesnego rynku obsługi długu publicznego przez pryzmat zmiennych (parametrów) opisujących jego efektywność. Efektywność rynku obsługi długu publicznego jest rozumiana jako zdolność do gromadzenia niezbędnych środków finansowych na potrzeby równoważenia rachunku budżetowego w danym czasie i po najniższym koszcie,

⁷ Banki komercyjne powinny posiadać zabezpieczenie swoich transakcji w postaci instrumentów stabilnych, np. operacje depozytowo – kredytowe⁷ na rynku międzybankowym realizowane są pod zastaw spw (wysokość udzielonego kredytu nie może przekroczyć 80% wartości posiadanych instrumentów skarbowych) [patrz: U. Kosterna, w: A. Szelańska, *Instytucje rynku finansowego w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 19]. Fundusze zrównoważone inwestują w obligacje SP do 60% aktywów, zaś w funduszach stabilnego wzrostu co najmniej 60% aktywów to spw. Fundusze obligacji lokują kapitał wyłącznie w spw. [patrz: Dz.U, 2004r., Nr 146, poz. 1546, Ustawy o funduszach inwestycyjnych].

⁸ E. Denek, J. Sobiech, J. Wolniak, *Finanse publiczne*, PWN, Warszawa 2001, s. 213.

⁹ K. Marchewka-Bartkowiak, *Zarządzanie długiem publicznym, Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, PWN, Warszawa 2008, s. 24-25.

w sektorze i walucie wybranych przez emitenta, przy wykorzystaniu instrumentów, których użycie minimalizuje ryzyko destabilizacji systemu gospodarczego i rynku. Podnoszenie sprawności (efektywności) rynku obsługi zadłużenia publicznego polega na wzmacnianiu kondycji tegoż rynku poprzez zmiany parametrów decydujących o jego sprawności, do których zaliczyć należy:

1. poziom oprocentowania (dochodowości) obligacji skarbowych,
2. rodzaj stosowanych instrumentów (nominalne, realne, stało i zmiennie procentowe),
3. zapadalność długu (krótko, średnio i długoterminowy),
4. sektor finansujący (sektor bankowy, pozabankowy).

Należy jednak pamiętać, że proces wzmacniania rynku obsługi zadłużenia nie przebiega w oderwaniu od realnej sytuacji makroekonomicznej kraju, dlatego też w poniższym materiale podjęto próbę określenia wpływu recesji gospodarczej z lat 2007/2008 na kondycję rynku długu publicznego.

Spowolnienie gospodarcze w latach 2007/2008 przyczyną wzmożonej emisji bonów skarbowych

Kryzys gospodarczy, który rozpoczął się na rynkach finansowych w połowie 2007 r. w USA, a następnie opanował Europę, charakteryzował się różnym zakresem oddziaływania negatywnego na poszczególne gospodarki w zależności od stopnia ich wzajemnego powiązania. Sygnały kryzysu dotarły z pewnym opóźnieniem również do Polski, choć nasza gospodarka przetrwała jego uderzenie dość dobrze. Czynniki, które stanowiły swoistą barierę i amortyzowały szok to: stabilny system bankowy z niewielką ilością złych kredytów i aktywów toksycznych, płynny kurs walutowy (w przeciwieństwie do krajów bałtyckich), który spowodował spadek złotego w stosunku do euro i dolara, a tym samym umocnił pozycję konkurencyjną polskiego eksportu oraz duży i relatywnie stabilny popyt wewnętrzny.

Niemniej, faktem jest, że zawirowania nie ominęły Polski, a pierwsze symptomy zaobserwowano na rynkach finansowych, czego dowodem był spadek indeksów giełdowych z wszelkimi tego konsekwencjami (ucieczka inwestorów zagranicznych, deprecjacja waluty, podniesienie się kosztów produkcji, zmniejszenie produkcji, bezrobocie) oraz pogarszający się stan rachunku budżetowego, czego dowodem była rosnąca aktywność Ministerstwa Finansów na rynku długu publicznego. Rosnące potrzeby pożyczkowe rządu, które ujawniły się w 2008 r. były efektem obniżających się wpływów budżetowych przy jednoczesnym rozrastaniu się strony wydatkowej budżetu poprzez działanie automatycznych stabilizatorów koniunktury. W rezultacie Państwo musiało zwiększyć planowane dochody do budżetu, aby sfinansować rosnące wydatki.

Niespodziewana konieczność doraźnego bilansowania budżetu, wobec niskiej skuteczności prywatyzacji, niemożności podnoszenia obciążeń podatkowych, zmusiła Rząd do kolejnych emisji skarbowych papierów wartościowych, czego zagregowany rezultat został zaprezentowany w poniższej tabeli.

Tabela 2. Instrumenty finansowania krajowego długu publicznego w latach 2006-2008 (w mld PLN)

Table 2. Financing instruments of infernal public debt; 2006-2008 (data in mld PLN)

Instrument	Bony skarbowe	Obligacje średnio i długoterminowe
Rok		
Tempo zmian		
2006	25,8	324,734
Tempo zmian*	1,06	1,13
2007	22,586	357,583
Tempo zmian*	0,88	1,10
2008	50,404	369,019
Tempo zmian*	2,23	1,03

*w stosunku do roku poprzedniego (1 = brak zmian w wartości; 1.1 = wzrost o 10% wartości)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznika statystycznego GUS z lat 2004-2008

Source: Own compilation on the basis of data from Main Statistical Office (GUS) 2004-2008

Pomiędzy rokiem 2007 a 2008 drastycznie wzrosła wartość długu publicznego w instrumentach rynku pieniężnego – w bonach skarbowych (o 25 mld), przy jednoczesnym zatrzymaniu się poziomu corocznych przyrostów zadłużenia w postaci długu średnio- i długoterminowego.

Przyczyną tego zjawiska było ogólnoswiatowe spowolnienie gospodarcze zapoczątkowane na amerykańskim rynku kredytowym, niemniej do bezpośrednich czynników, które zmusiły MF do zwiększenia podaży bonów skarbowych na rynku spw zaliczono:

1. niemożność plasowania średnio- i długoterminowych obligacji skarbowych na rynkach zewnętrznych na skutek niechęci inwestorów zagranicznych do rynków środkowoeuropejskich powodowanej wysokim ryzykiem kredytowym. Rynki zewnętrzne w kryzysie nie przejawiały zainteresowania obligacjami krajów nie będących w strefie euro;

2. ucieczkę inwestorów zagranicznych z polskiego rynku finansowego [patrz tabela 3, tabela 4]. Zahamowanie aprecjacji złotego, a także wzrost awersji do ryzyka doprowadziły do wyprzedzaży polskich obligacji skarbowych. Inwestorzy zagraniczni działają sektorowo i w zależności od perspektyw inwestycyjnych dla danego regionu zwiększają, bądź zmniejszają swoje zaangażowanie. Trzeba pamiętać, że w roku 2007 i 2008 perspektywy dla regionu (na skutek sytuacji w krajach bałkańskich) były niekorzystne, dopiero później okazało się, że polska gospodarka zachowuje się inaczej i lepiej znosi kryzys, co na nowo ożywiło napływ BiZ, a w tym ZIP do Polski;

Tabela 3. Zagraniczne inwestycje portfelowe (ZIP) w Polsce w latach 2007-2008 r. (dane w mld PLN)

Table 3. Foreign portfolio investment in Poland; 2007-2008 (data in mld PLN)

Kwartał ZIP	I 07	II 07	III 07	IV 07	I 08	II 08	III 08	IV 08
Ogółem	254,8	258,6	247,8	257,1	242,7	231,4	231,1	232,7
Udziałowe papiery wartościowe	71,5	79	<u>74,4</u>	80,2	<u>71,9</u>	<u>63,4</u>	<u>61,0</u>	<u>47,5</u>
Rządowe papiery dłużne	168,7	<u>165,2</u>	<u>159,9</u>	160,9	<u>153,7</u>	<u>150,9</u>	152,8	167,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP na temat międzynarodowej pozycji inwestycyjnej Polski w latach 2004-2009

Source: Own compilation on the basis of Polish National Bank, polish international investment position in 2004-2009

3. narastającą presję inflacyjną [patrz rysunek 3, inflacja];
4. zwiększone zainteresowanie instrumentami krótkoterminowymi kosztem instrumentów długoterminowych (na rynku krajowym), pozwalające na spekulację i nieangażowanie środków finansowych na dłuższy okres czasu w niepewnych warunkach makroekonomicznych;
5. pogarszającą się sytuację instytucji finansowych (OFE, TFI – główni odbiorcy długoterminowych papierów skarbowych) w efekcie spadków indeksów giełdowych i wycofywania się kapitału zagranicznego [patrz tabela 3].

Tabela 4. Aktywa ogółem i wyniki finansowe w OFE i TFI w latach 2006-2008 (dane w mld PLN)

Table 4. Total assets and finance results in pension funds and investment funds; 2006-2008 (data in mld PLN)

Instytucja/ Dane		Rok		
		2006	2007	2008
OFE	Aktywa ogółem	117	140,6	138,7
	Wynik finansowy	15,2	7	20,5
TFI	Aktywa ogółem	1,5	2,2	1,5
	Wynik finansowy	0,527	1,019	0,579

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych kwartalnych OFE 2006-2008 oraz raportów z działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych w 2006-2008 (<http://www.knf.gov.pl>)

Source: Own compilation on the basis of pension funds quarterly data from 2006-2008 and investment funds reports from 2006-2008

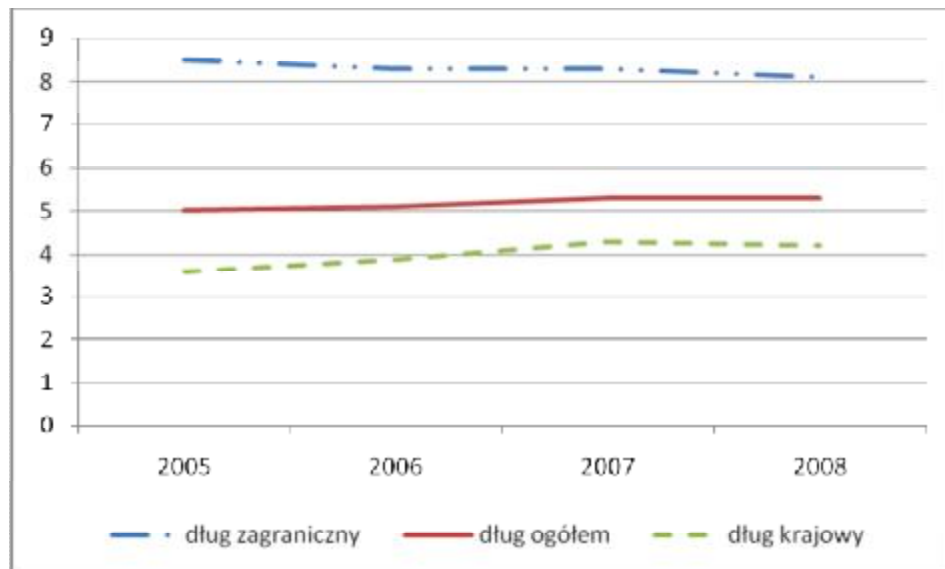
W tych skrajnie niekorzystnych warunkach rynek obsługi długu (którego głębokość, jak się okazało, jest niewystarczająca) stał się rynkiem inwestora i został zdominowany przez odbiorców bankowych, którzy kreowali popyt, w głównej mierze, na bony skarbowe. To spowodowało skokowy wzrost udziału tych instrumentów w strukturze długu publicznego.

Zwiększona ilość bonów skarbowych na rynku obsługi długu publicznego - skutki

Negatywna zmiana w strukturze rodzajowej wykorzystanych instrumentów pożyczkowych stanowi powszechną praktykę w krajach OECD¹⁰ i jest reakcją na niewystarczający popyt na obligacje średnio- i długoterminowe zgłaszany przez inwestorów, podyktowany wzrostem awersji do ryzyka, spadającymi krótkoterminowymi stopami procentowymi oraz rosnącą niepewnością na rynku, która nie jest korzystna dla papierów o dłuższych terminach zapadalności.

¹⁰ Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010-2012, MF,s.10[patrz:http://www.mf.gov.pl/files/dlug_publiczny/strategie_zarządzania_dlugiem/strategia_zarządzania_dlugiem_2010-2012.pdf].

Skokowy wzrost wartości instrumentów o krótkim terminie żywotności odbił się negatywnie na wartości średniego okresu zapadalności skarbowych papierów dłużnych [patrz rysunek 1].



Rysunek 1. Średnia zapadalność polskiego długu publicznego w okresie 2005-2008 (wyrażona w latach)

Figure 1. Average maturity of polish public debt; 2005-2008 (expressed in years)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010-2012, MF

Source: Own compilation on the basis of strategy of public debt management in 2010-2012, Ministry of Finance

Z punktu widzenia kondycji rynku długu publicznego, wzmożona podaż instrumentów o najkrótszych terminach zapadalności powoduje pogorszenie jego najważniejszego parametru służącego do oceny przez rynki finansowe, mianowicie ryzyka inwestowania (na które składają się następujące grupy ryzyka: rolowania, stopy procentowej), a dodatkowo pogarsza strukturę zadłużenia i płynność rynku.

Wartość średniego okresu zapadalności określająca okres czasu, po którym dług musi być rolowany. Wydłużanie średniego terminu zapadalności obligacji obniża poziom ryzyka refinansowania długu publicznego, natomiast w 2008 r. w efekcie nieplanowanych interwencji MF (wzrost podaży bonów) ryzyko refinansowania wzrosło. Klarownym potwierdzeniem zmiany z lat 2007/2008 jest wartościowy spadek obligacji 1-5 lat i wzrost wartości bonów skarbowych

w strukturze instrumentów finansujących zadłużenie wewnętrzne [patrz rysunek 2].

Średni termin zapadalności całości polskiego zadłużenia jest permanentnie windowany przez zadłużenie zagraniczne [patrz rysunek 1], którego średni okres zapadalności oscyluje około ośmiu lat. Negatywny wpływ na zapadalność długu ogółem wywiera zadłużenie krajowe, które nie tylko ma zdecydowanie krótszy okres wymagalności, ale jest go proporcjonalnie więcej i każdy wzrost poziomu finansowania krajowego, zwłaszcza instrumentami o krótkim terminie zapadalności, pogarsza wartość średniego okresu zapadalności polskiego zadłużenia.

Konkludując, stwierdza się, że zmiana zaistniała w roku 2008 (ponad dwukrotne zwiększenie podaży bonów na rynku krajowym i ograniczenie popytu na obligacje zagraniczne) doprowadziła do zatrzymania dynamiki wzrostu średniego okresu zapadalności.

Ograniczanie ryzyka stopy procentowej na rynku spw polega na kontroli struktury zadłużenia poprzez decyzje dotyczące: terminów zapadalności oraz formuły oprocentowania. Rozpatrując charakter instrumentów zaciągania długu publicznego, można stwierdzić, że w interesie władz państwowych jest jak najszersze wykorzystywanie obligacji nominalnych o stałym oprocentowaniu [patrz tabela 5], które gwarantują stabilne warunki spłaty zaciągniętych wcześniej pożyczek. Niemniej praktyka gospodarcza pokazała, że w latach 2007/2008 w instrumentach finansowania zadłużenia krajowego nastąpił niekorzystny zwrot, a mianowicie przy dwukrotnym wzroście wykorzystania bonów skarbowych, spadła też wartość obligacji średnioterminowych (patrz rysunek 2), co oddziaływało negatywnie na zmiany w procentowej strukturze wykorzystania poszczególnych narzędzi pożyczkowych [patrz: tabela 5].

Tabela 5. Tempo zmian w strukturze instrumentów zadłużenia wewnętrznego w latach 2006-2008**Table 5.** The pace of changes in the structure of internal debt's instruments; 2006-2008

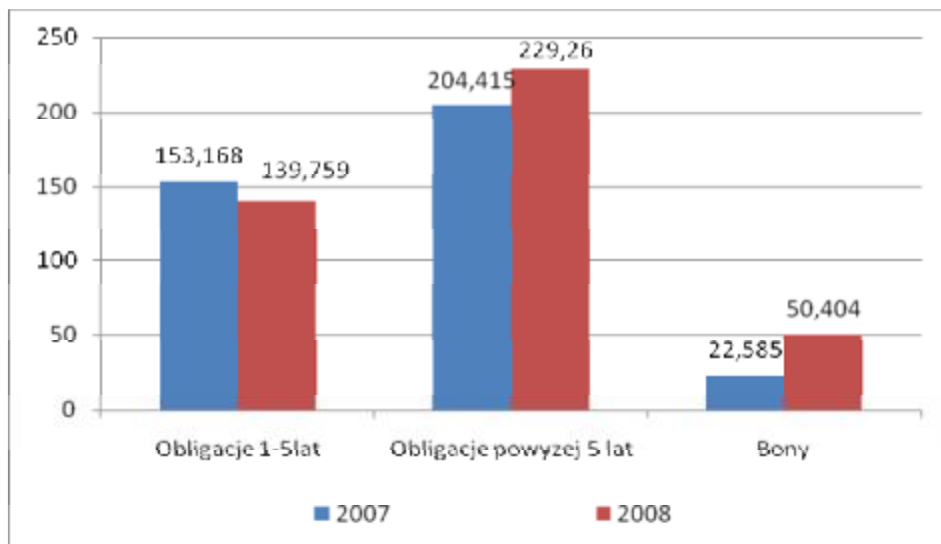
Rok Instrument	2006		2007		2008	
	Tempo zmian*	Udział w rynku	Tempo zmian*	Udział w rynku	Tempo zmian*	Udział w rynku
Stało procentowe	1,12	79%	1,16	77%	1,02	71%
Zmiennie procentowe	1,21	11%	1,37	14%	1,03	13%
Indeksowane	1,38	3%	1,26	3%	1,32	4%
Bony	1,16	7%	0,87	6%	1,23	12% ¹¹

*w stosunku do roku poprzedniego (1=brak zmian w wartości; 1.1= wzrost o 10% wartości)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu rocznego zarządzania długiem sektora finansów publicznych 2008 MF, aneks do raportu rocznego dług publiczny 2008 MF, roczniki statystyczne z lat 2006-2008, GUS

Source: Own compilation on the basis of public debt annual report 2008, Ministry of Finance; anex to public debt annual report 2008, Ministry of Finance; annual statistical report GUS 2006-2008

¹¹ W I połowie 2009 r. instrumenty skarbowe z zapadalnością poniżej 1 roku stanowiły w Polsce 43% sprzedaży w walucie krajowej wobec 40% w Wielkiej Brytanii, 52% w Niemczech, 68% we Francji, 77% w Stanach Zjednoczonych i 93% na Węgrzech – patrz: Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych MF na lata 2010-2012.



Rysunek 2. Finansowanie zadłużenia krajowego według wartości wykorzystanych obligacji skarbowych w latach 2007-2008 (dane w mld PLN)

Figure 2. Internal debt financing according to value of using government securities; 2007-2008 (data in mld PLN)

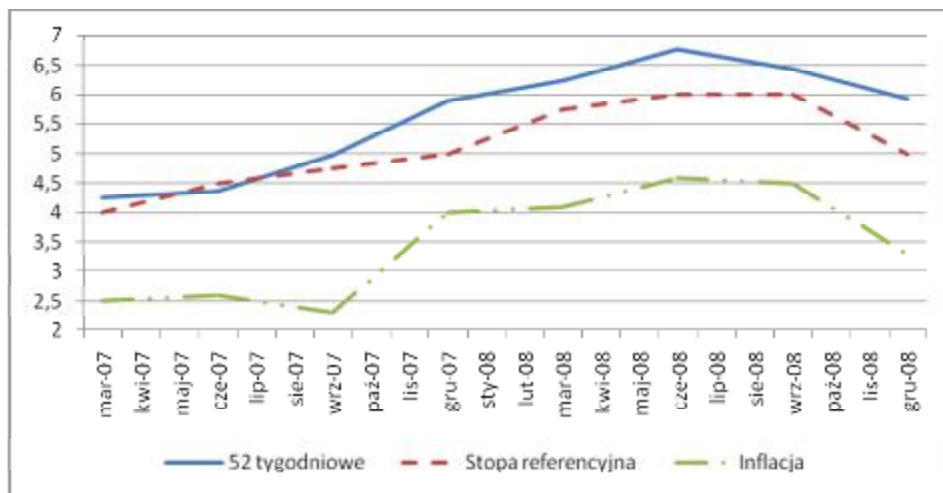
Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznika statystycznego GUS z lat 2004-2008

Source: Own compilation on the basis of data from The Main Statistical Office (GUS); 2004-2008

Na podstawie zaprezentowanego powyżej rysunku można stwierdzić, iż teoretyczne podejście do kontrolowania struktury zadłużenia bazujące na ograniczaniu ryzyka stóp procentowych w dobie rosnącej inflacji i wzrastających potrzeb pożyczkowych SP nie może być realizowane w niesprzyjających warunkach makroekonomicznych, gdyż rynek spw staje się rynkiem inwestora. W rezultacie, minimalizowanie kosztów obsługi zadłużenia poprzez emisje instrumentów nominalnych jest niemożliwe, czego dowodem jest spadająca dynamika wartości obligacji stało procentowych [patrz tabela 5] połączona z ich coraz mniejszym udziałem w całości rynkowego długu wewnętrznego, zauważalna na bazie danych za 2007 i 2008 r. Niesprzyjająca sytuacja gospodarcza jest transmitowana na rynek spw poprzez zmiany w ofercie podażowej, tzn. poprzez plasowanie na rynku instrumentów skorelowanych ze zmieniającymi się wskaźnikami makroekonomicznymi, które zabezpieczają inwestorów przed nadmiernym ryzykiem stopy procentowej.

Możliwość redukowania rentowności skarbowych papierów wartościowych istotnie przyczynia się do minimalizowania kosztów obsługi zadłużenia. Im

niższe stopy procentowe, tym rentowność obligacji może być niższa i mimo to, nadal stanowi alternatywę dla lokat bankowych. Wzrost stopy referencyjnej powoduje, że rośnie oprocentowanie lokat, a oferowane obligacje muszą gwarantować coraz wyższą dochodowość, żeby stanowić konkurencyjną inwestycję.



Rysunek 3. Średnie rentowności skarbowych papierów wartościowych (dane z aukcji), stopa referencyjna i inflacja w latach 2007/2008 – ujęcie procentowe

Figure 3. Average profitability of government securities (auction data), interest rate and inflation; 2007/2008 – in percent

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Rzeczpospolita z lat 2007-2008

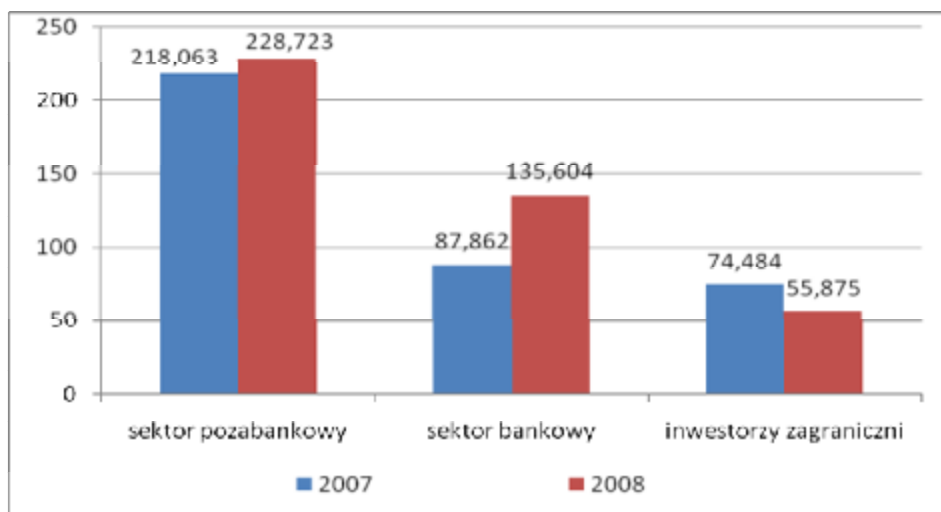
Source: Own compilation on the basis of Rzeczpospolita 2007-2008

Konkludując, niski poziom inflacji nie zmusza władz monetarnych do podnoszenia stopy referencyjnej (patrz rysunek 3) i nie wymusza zwiększania oprocentowania skarbowych papierów wartościowych. Z drugiej strony, władze publiczne zwiększając zapotrzebowanie na środki finansowe przyczyniają się pośrednio do windowania stóp procentowych (*crowding out effect*) i uniemożliwiają same sobie realizację celów założonych w strategii zarządzania długiem publicznym, odnoszących się do kosztów obsługi zadłużenia.

W okresie od połowy 2007 r. zauważalne było jednokierunkowe sprzężenie wymienionych wartości z rentownością bonów skarbowych, czyli z instrumentami o najkrótszych terminach zapadalności, które są zarazem najbardziej wrażliwe na doraźne zmiany makroekonomiczne. Bony skarbowe, w okresie czerwiec 2007– wrzesień 2008, odegrały wiodącą rolę w bilansowaniu budżetu, a ich emisja na szeroką skalę skutkowała erozją rentowności.

Warunkiem stworzenia efektywnego rynku wewnętrznego (głębokiego i płynnego), zdolnego do mobilizacji kapitału, zwłaszcza w warunkach dekonunktury jest rozwój bazy inwestorów.

Priorytetem kierowania zadłużeniem państwowym w aspekcie segmentacji inwestorów, jest stopniowe zwiększanie odpowiedzialności sektora niepieniężnego za finansowanie potrzeb pożyczkowych rządu kosztem instytucji bankowych, a tym samym ograniczanie wypierania inwestycji prywatnych i przeciwdziałanie procesom inflacyjnym.



Rysunek 4. Wartość zadłużenia wewnętrznego SP w sektorach w latach 2007-2008 (dane w mld PLN)

Figure 4. The value of internal debt of General Government in sectors; 2007-2008 (data in mld PLN)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie aneksu do raportu rocznego dług publiczny 2008, MF

Source: Own compilation on the basis of the anex to annual report public debt 2008, Ministry of Finance

Obecnie największą rolę w zaspokajaniu potrzeb pożyczkowych państwa na krajowym rynku spw odgrywa krajowy rynek pozabankowy. Mimo starań nakierowanych na zwiększanie jego procentowego udziału w finansowaniu państwowego długu publicznego, w czasie kryzysu nastąpiło znaczne pogorszenie tej struktury gdyż sektor pozabankowy odnotował tylko minimalny wzrost inwestycji w spw (r/r ok. 4%), obniżeniu uległo także zainteresowanie polskimi spw ze strony inwestorów zagranicznych (spadek o 25%). Niemniej bezwzględna konieczność bilansowania budżetu doprowadziła do wzmożonej aktywności

banków i podwyższenia wartości ich inwestycji w rynek spw o 54% w stosunku do roku 2007.

Spadek zainteresowania państwowymi papierami dłużnymi ze strony sektorów niebankowych to skutek załamania na giełdzie i odpływu inwestorów zagranicznych, co dotknęło w głównej mierze TFI i OFE. W tej sytuacji plasowane na rynku krajowym bony skarbowe zostały wykupione przez sektor bankowy, co odbiło się negatywnie na strukturze inwestorów. W czasie jednego roku wartość bonów znajdujących się w posiadaniu banków krajowych wzrosła ponad 3-krotnie, a całości rynkowych papierów wartościowych w ich portfelach zwiększyła się o 50% [szerzej: raport dług publiczny MF 2008].

Konkluzja: Rozwijanie efektywności rynku spw jest możliwe jedynie w okresach dobrej koniunktury gospodarczej

W obrębie aktywności dochodowo-wydatkowej rządu ważną funkcję spełnia polityka długu publicznego, która wydaje się być aspektem pomijanym, niezrozumiałym, a może celowo będącym poza dyskusją. Należy jednak wiedzieć, że efektywny rynek obsługi długu publicznego pozwala w sposób sprawny akumulować środki finansowe niezbędne do bilansowania rachunku budżetowego. Z tej też przyczyny rozwijanie i wzmacnianie kondycji rynku obligacji skarbowych powinno być priorytetem dla współczesnej polityki budżetowej państwa. Warto także pamiętać, że w perspektywie przyjęcia wspólnej waluty, jedynym narzędziem wygładzania koniunktury pozostanie właśnie polityka wydatkowo-dochodowa, a sprawny rynek długu publicznego będzie odgrywał jeszcze donioślejszą rolę, o ile będzie na tyle odporny, aby móc konkurować z innymi rynkami obligacji narodowych w ramach wspólnego obszaru walutowego. Zmiany parametrów rynku długu publicznego powinny (jak wcześniej pokazano) przebiegać w kierunku wydłużania średniego terminu zapadalności długu publicznego, obniżania rentowności obligacji skarbowych, a także rozszerzania udziału stałoprocentowych instrumentów nominalnych w strukturze zadłużenia oraz zwiększania znaczenia i udziału bazy inwestorów nie bankowych na rynku obsługi długu.

Zaprezentowana skrótowa analiza zmian parametrów rynkowych dostarcza niepodważalnych dowodów, że kryzys gospodarczy wywołany na rynkach finansowych doprowadził do wzmożonej emisji bonów skarbowych na polskim rynku zadłużenia publicznego, co spowodowało pogorszenie stanu tego rynku, w głównej mierze struktury długu krajowego.

W rezultacie prowadzonego wywodu, stwierdzono, że zarówno dążenie do bezwzględnego bilansowania salda finansów publicznych, jak i rozwijanie sprawności rynku spw, to fundamenty kreowania efektywnej, trwałej i odpornej na zawirowania gospodarcze polityki budżetowej. Niemniej, powyższe cele mogą być realizowane jednokierunkowo tylko w okresie dobrej koniunktury gospodarczej. W czasach kryzysu równoważenie salda finansów publicznych odbywa się kosztem pogarszania kondycji rynku obligacji skarbowych. Dzieje się tak za sprawą wzmożonej emisji bonów skarbowych, ponieważ w hierarchii celów MF potrzeba doraźnego bilansowania salda finansów publicznych jest ważniejsza niż proces wzmacniania rynku obsługi długu publicznego, co potwierdzają zmiany na polskim rynku spw z lat 2007 i 2008. Warto się więc zastanowić, czy zastosowanie średniookresowego programowania budżetowego nie pozwoliłoby zrealizować obydwu celów jednocześnie, bez szkody dla żadnego z nich.

Bibliografia

1. Aneks do raportu rocznego dług publiczny, Ministerstwo Finansów, 2008.
2. Denek, E, J. Sobiech J, Wolniak, J, *Finanse publiczne*, PWN, Warszawa 2001.
3. Fajferek, A, *Polityka ekonomiczna*, AE, Kraków 1999.
4. Marchewka-Bartkowiak K, *Zarządzanie długiem publicznym, Teoria i praktyka państw Unii Europejskiej*, PWN, Warszawa 2008.
5. Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski, dane NBP, 2004-2009.
6. Momigliano S., Staderini A, (1999), *A New Method of Assessing the Structural Budget Balance: Results for the Years 1995-2000*, w “*Indicators of structural budget balances*”, Banca D’Italia.
7. OFE – dane kwartalne, Komisji Nadzoru Finansowego, 2006-2008.
8. Raport roczny zarządzania długiem sektora finansów publicznych, Ministerstwo Finansów, 2008.
9. Raport z działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych w latach 2007 i 2008.
10. Rocznik statystyczny GUS, 2004-2008.
11. Rzeczpospolita, 2007-2008.
12. Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2010-12, Ministerstwo Finansów.
13. Stiglitz, J. E., *Ekonomia sektora publicznego*, PWN, Warszawa 2004, s. 947.

14. Wernik. A, *Czy możliwa jest prorozwojowa reforma finansów publicznych*, referat na Konferencję Naukową Instytutu Finansów 24.11.2008 r. [patrz:<http://www.pte.pl/pliki/1/53/Wernik.pdf>].

BALANCING BUDGET AND RAISING EFFECTIVENESS OF PUBLIC DEBT SERVICE MARKET FOR EXAMPLE OF POLAND IN 2007/2008

The aim of this paper is to describe two vital aspects of present-day budgetary policy, namely: balancing the fiscal bill and developing (strengthening) the debt service market. In the first part of this paper I trying to explain the role which is played by efficient public debt market in process of balancing public finance, especially in recession time. The second part of this document was dedicated to examine thesis that unplanned government expenditures are harmful for situation of public debt market. Increase of finance government activity leads to rise the value of treasury bonds in the structure of instruments using to borrow money in order to cover public finance deficit. It down-grades the condition of public debt market and it has negative impact on effectiveness of this market. In slump time government is forced to use all accessible budgetary instruments to balance public account. What is more, it causes that state of debt market becomes less important than balancing the public finance bill. For this reason, recession deteriorates situation of debt service market.

Key words: budgetary policy, fiscal bill, public debt market, debt service market, recession, treasury bond, securities.