

ZESZYTY PBR – CASE

18

Dług publiczny

Warszawa 1995

Fundacja Naukowa CASE

Polski Bank Rozwoju S.A.



Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

Polski Bank Rozwoju S.A.
00-675 Warszawa, ul. Koszykowa 54

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i Polski Bank Rozwoju S.A.

Opracowanie tekstów: Ewa Balcerowicz
Krystyna Olechowska
Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury

ISSN 1233-121X

MEDIABANK
 **S.A.**

Wydawca:
Mediabank S.A. 00-640 Warszawa, ul. Mokotowska 17

Oddano do druku w grudniu 1995 r. Nakład 1000 egz.

SPIS TREŚCI

E. Balcerowicz:	WPROWADZENIE	4
S. Gomułka:	DŁUG PUBLICZNY W POLSCE: ROZMIARY ZJAWISKA I IMPLIKACJE MAKROEKONOMICZNE	7
P. Dziewulski:	PODSTAWOWE PROBLEMY ZARZĄDZANIA DŁUGIEM WEWNĘTRZNYM. WYDŁUŻANIE INSTRUMENTÓW A KOSZTY ICH OBSŁUGI	12
J. Stopyra:	POLITYKA PIENIĘŻNA A DŁUG PUBLICZNY	15
K. Szwedowski:	IMPLIKACJE DŁUGU SKARBU PAŃSTWA DLA DECYZJI INWESTYCYJNYCH BANKÓW POLSKICH	17
<i>Aneks</i>		
P. Dziewulski:	SKARBOWE PAPIERY WARTOŚCIOWE JAKO INSTRUMENTY ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM – STAN OBECNY ORAZ KIERUNKI ROZWOJU.....	20

WPROWADZENIE

Zeszyty PBR – CASE nr 18 stanowią plon seminarium poświęconego problemom długu publicznego w Polsce; spotkanie to odbyło się 12 maja 1995r. w Warszawie w ramach cyklu regularnych dyskusji panelowych organizowanych wspólnie przez Centrum Analiz Społeczno – Ekonomicznych – Fundację Naukową CASE oraz Polski Bank Rozwoju SA.

Zamierzeniem organizatorów seminarium było rozpatrzenie zjawiska długu publicznego z różnych punktów widzenia; przyjęcie takiego założenia przesądziło o doborze panelistów. Pierwszy z nich, prof. Stanisław Gomułka (wykładowca w London School of Economics, a od jesieni 1989r. mocno obecny w Polsce jako doradca Ministra Finansów) swoje wystąpienie rozpoczął od przedstawienia rozmiarów długu publicznego krajowego i zagranicznego, oceniając je jako wielkość „zaledwie na granicy akceptowalności”. Następnie panelista wyodrębnił i opisał zagrożenia makroekonomiczne, zarówno monetarne jak i w sferze realnej, jakie wynikają z dużego długu publicznego w charakterystycznych dla Polski warunkach niskiego stopnia monetyzacji gospodarki oraz silnie inflacyjnych metod finansowania deficytu budżetowego. Drugą część wypowiedzi prof. Gomułka poświęcił sformułowaniu kilku propozycji korygujących metody finansowania deficytu budżetowego.

Piotr Dziewulski, dyrektor Departamentu Długu Publicznego Ministerstwa Finansów zdefiniował i omówił podstawowe problemy występujące w zarządzaniu długiem publicznym. Pierwszą tezą wystąpienia było stwierdzenie, że w przypadku polskiej gospodarki nie można mówić o zarządzaniu długiem publicznym jako całością, ponieważ z powodu problemów metodologicznych, kadrowych i organizacyjnych, dług zagraniczny i dług wewnętrzny nie są zintegrowane. Do podstawowych problemów zarządzania długiem Piotr Dziewulski zaliczył: sztywność polskiego prawa budżetowego (wykluczającą elastyczne reagowanie m.in. na zmianę ceny długu) oraz niekorzystną strukturę finansowania długu (olbrzymia przewaga krótkoterminowych instrumentów finansowych nad długoterminowymi), która ponadto jest przyczyną naturalnego konfliktu między bankiem centralnym a rządem. Rozwiązaniem może być jedynie „wydłużenie” instrumentów finansowych, a więc zwiększenie udziału papierów o dłuższych okresach wykupu, czemu musi towarzyszyć rozwój rynku kapitałowego (a więc rozwój funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych itd.) oraz działania obniżające inflację.

Jerzy Stopyra, dyrektor Departamentu Polityki Pieniężnej NBP swoją wypowiedź poświęcił polityce pieniężnej i jej związkom z długiem publicznym. Zwrócił uwagę na fakt, że zmiana struktury finansowania deficytu budżetowego polegająca na przesunięciu finansowania bankowego na rzecz wzrostu finansowania pozabankowego, powoduje absorpcję znacznej części oszczędności. Drugą tezą panelisty była ta o wzajemnych powiązaniach między polityką stopy procentowej a zarządzaniem długiem publicznym. Mówca zgodził się ze zwolennikami tezy, że dług publiczny musi być finansowany instrumentami długoterminowymi, których szersze zastosowanie jest możliwe, ponieważ rynek pieniężny i system bankowy są już dostatecznie rozwinięte. Pozwoliłoby to bankowi centralnemu na bardziej precyzyjne sterowanie płynnością w bankach komercyjnych, wzrost podaży pieniądza, a przez to na spadek inflacji w krótkim czasie.

Ostatni z panelistów, Konrad Szwedowski, dyrektor finansowy w Polskim Banku Rozwoju S.A., przedstawił implikacje długu skarbu państwa dla decyzji inwestycyjnych banków polskich. Rozpoczął od przedstawienia hipotetycznych wyznaczników decyzji inwestycyjnych banków polskich, które skonfrontował z pięcioma rzeczywistymi alternatywami inwestycyjnymi. Autor zwrócił uwagę na fakt, że ilość alternatyw inwestycyjnych nie jest dostateczna, że dominują w praktyce trzy: kredyty dla podmiotów niefinansowych, kredyty dla ludności, i właśnie – skarbowe papiery wartościowe; wreszcie, że ostatnia z tych alternatyw dominuje (stan na maj 1995r.) i dzieje się to w sposób wymuszony. Opisuując praktykę inwestowania banków polskich w skarbowe papiery wartościowe w latach 1991-95 Konrad Szwedowski wyodrębnia trzy różne okresy, podsumowując analizę wnioskiem, że w bankach polskich po okresie „wypychania” kredytu dla przedsiębiorstw przez kredyt dla budżetu, od drugiej połowy 1994r. – trwa wykształcanie się bardziej zrównoważonej oceny znaczenia skarbowych papierów wartościowych w portfelu inwestycyjnym.

Prezentowane niżej teksty Stanisława Gomułki i Konrada Szwedowskiego zostały przygotowane na seminarium i do niniejszej publikacji przez samych Autorów: obu Panom niniejszym składam serdeczne podziękowania za ich czas i pracę. Słowa podziękowania kieruję także do dwóch pozostałych panelistów: p.p. Piotra Dziwulskiego i Jerzego Stopyry, którzy mimo licznych zajęć służbowych znaleźli czas na udział w panelu i autoryzację tekstów swoich referatów.

Ewa Balcerowicz

W osiemnastym seminarium PBR – CASE, które odbyło się 12 maja 1995 r. udział wzięli:

Baczko Tadeusz	Instytut Nauk Ekonomicznych PAN
Basiuk Jerzy	Bank Rozwoju Eksportu S.A.
Błaszczyk Barbara	Fundacja Naukowa CASE
Dziewulski Piotr	Ministerstwo Finansów
Freyberg Ewa	Ministerstwo Przekształceń Własnościowych
Gadomski Witold	CASH
Gomułka Stanisław	London School of Economics
Gorczyca Eugeniusz	Fundacja Współpracy Polsko-Niemieckiej
Groszek Mieczysław	Polski Bank Rozwoju S.A.
Jankowiak Janusz	„Gazeta Wyborcza”
Kantecki Antoni	Fundacja Edukacji i Badań Bankowych
Kamiński Bartłomiej	Bank Światowy
Kott Bogusław	Bank Inicjatyw Gospodarczych
Kowalczyk Jerzy	Ministerstwo Spraw Zagranicznych
Kowska Marzena	„Życie Gospodarcze”
Lipowski Adam	Instytut Nauk Ekonomicznych PAN
Mikulski Krzysztof	Polski Bank Inwestycyjny S.A.
Rzeszutek Tadeusz	Polski Bank Rozwoju S.A.
Saryusz-Wolski Jacek	Urząd Rady Ministrów
Sikora Ewa	Narodowy Bank Polski
Sikora Sławomir	Powszechny Bank Kredytowy S.A.
Sobota Józef	Narodowy Bank Polski
Stańczuk Maciej	Westdeutsche Landesbank
Stasiak Danuta	Narodowy Bank Polski
Stopyra Jerzy	Narodowy Bank Polski
Strzelec Agnieszka	Bank Światowy
Szczepański Jarosław	TVP, Wiadomości
Szwedowski Konrad	Polski Bank Rozwoju S.A.
Wróbel Ewa	Narodowy Bank Polski
Wasilewski Zbigniew	Powszechny Bank Kredytowy S.A.
Wysoczański Platon	Ministerstwo Finansów
Wyżnikiewicz Dorota	Narodowy Bank Polski
Zagrodzka Danuta	„Gazeta Wyborcza”
Zdrzałka Jerzy	Powszechny Bank Kredytowy S.A.

DŁUG PUBLICZNY W POLSCE: ROZMIARY ZJAWISKA I IMPLIKACJE MAKROEKONOMICZNE

Stanisław Gomułka¹⁾

Moje wystąpienie ma dwa główne cele. Pierwszym jest sprecyzowanie zagrożeń makroekonomicznych, zarówno monetarnych jak i w sferze realnej, związanych z dużym długiem publicznym w szczególnych warunkach Polski. Te szczególne warunki to niski stopień monetaryzacji gospodarki oraz silnie inflacyjenne metody finansowania deficytu budżetowego. Drugim celem jest dyskusja kilku sugestii dotyczących metod finansowania deficytu budżetowego.

Wielkość długu publicznego, szczególnie zagranicznego, jest nadal nadmiernie wysoka. W relacji do PKB jest to wielkość zaledwie na granicy akceptowalności. Drugim problemem jest wciąż niska wiarygodność polityki makroekonomicznej władz centralnych objawiająca się ciągle niskim udziałem depozytów w relacji do PKB oraz niskim popytem na skarbowe papiery wartościowe ze strony gospodarstw domowych. Zmusza to rząd do używania na dużą skalę inflacyjnego finansowania deficytu budżetowego. W warunkach polskich finansowanie deficytu budżetowego przez banki komercyjne zwiększa podaż pieniądza i jest, twierdzą, niewiele mniej inflacyjne i szkodliwe dla rozwoju gospodarczego niż finansowanie przez NBP. Główną moją tezą jest więc pogląd, że banki komercyjne nadal, podobnie jak przed reformą, są de facto przedłużeniem NBP w roli głównego finansjera wydatków rządowych.

Polska niemal spełnia kryteria Maastricht dotyczące maksymalnej wielkości długu publicznego i deficytu budżetowego. Ale by spełnić kryterium dotyczące inflacji należałoby, uważam, nie tylko zrezygnować z finansowania deficytu przez NBP, ale także silnie ograniczyć finansowanie przez banki komercyjne. Od tej reguły postępowania

można by odstąpić dopiero wtedy, gdy znacznie rośnie wielkość depozytów w relacji do PKB.

1. Dług publiczny: rozmiary zjawiska

Z punktu widzenia naszej dyskusji bardzo ważne wydarzenie miało miejsce w nocy z 18-19 marca 1991r. Wtedy to Klub Paryski zgodził się na redukcję polskiego długu wobec rządów zachodnich o 50%. Ta zgoda utorowała drogę do podobnej redukcji trzy lata później przez Klub Londyński. Bez tych porozumień dług zagraniczny byłby w 1995r. wyższy o około 25 mld. USD, czyli o około 25% PKB. Z drugiej strony podwojenie realnych transferów socjalnych w latach 1991-1995 spowodowało znaczny wzrost wydatków publicznych i pojawienie się deficytów budżetowych finansowanych długiem krajowym. W latach 1991-1992 deficyt budżetowy wynosił około 6,5% PKB. W 1993 roku udało się go zmniejszyć do około 3% PKB, a w latach 1994-95 utrzymać na zbliżonym poziomie. W latach 1991-1993 dług publiczny krajowy wzrastał szybko, ale od roku 1993 ustabilizował się na poziomie około 23% PKB. Natomiast dług publiczny zagraniczny zmalał z ok. 66% PKB w 1991 roku do nieco poniżej 40% PKB w roku 1995, głównie na skutek aprecjacji realnego kursu złotówki oraz redukcji długu. Po pięciu latach reform Polska w 1995r. zaczęła też po raz pierwszy od końca lat 1970. obsługiwać w pełni swój dług zagraniczny. Koszt obsługi owego długu w postaci odsetek wyniesie w 1995 roku 1,4% PKB, a więc jest umiarkowany.

Pomimo znacznego zmniejszenia długu publicznego w relacji do PKB, w latach 1991-1994 nastąpiło gwałtowne zwiększenie kosztów obsługi tego długu, z 1,6% PKB

w 1991r. do 5,2% PKB w r.1994. Koszty są już tak duże, że dalszy ich wzrost byłby istotnym zagrożeniem dla równowagi finansów publicznych.

2. Polska na tle Wspólnoty Europejskiej

Doświadczenia Wspólnoty Europejskiej w latach 1980-93 wskazują bardzo dobitnie na dużą niestabilność długu publicznego i kosztów jego obsługi w relacji do dochodu narodowego (zob. European Economy, No 3, 1994). Dług publiczny całej Wspólnoty wzrósł alarmująco szybko: z 39% PKB w roku 1980 do 66% PKB w roku 1993 (zob. Wykres 1).

W tym czasie przeciętny deficyt budżetowy Wspólnoty zmieniał się w granicach między 3% a 6% PKB (zob. Wykres 2). Porównanie wykresów 1 i 2 pokazuje, że relacja długu publicznego do PKB była stabilna tylko w tych latach, gdy deficyt wynosił około 3% PKB.

3. Warunek równowagi

Jeśli oznaczymy przez b relację długu publicznego do nominalnego produktu krajowego brutto, zaś przez d – deficyt budżetowy ujmowany jako odsetek PKB, to mamy następującą zależność bilansową:

$$(1) \quad \Delta b = d - (i + g) b$$

gdzie:

i jest stopą inflacji

g to tempo wzrostu realnego PKB.

Z tej zależności wynika, że b może być stabilne ($\Delta b = 0$) przy różnych poziomach deficytu budżetowego. Jeśli od deficytu odejmiemy koszt obsługi długu publicznego, to otrzymamy tzw. deficyt pierwotny. Oznaczmy go przez d_p . Zatem:

$$(2) \quad d_p = d - rb$$

gdzie r jest przeciętnym, nominalnym oprocentowaniem długu.

Z porównania równań (1) i (2) wynika, że przy danym deficycie pierwotnym d_p , relacja długu do PKB ustabilizuje się ($\Delta b = 0$) na poziomie b^* równym:

$$(3) \quad b^* = \frac{d_p}{i + g - r}$$

Ponieważ stopa procentowa r jest często zbliżona do sumy ($i + g$), więc zarówno dług publiczny jak i koszt jego obsługi są wielkościami bardzo wrażliwymi na zmiany deficytu pierwotnego oraz realnej stopy procentowej. Warunki Maastricht mówią, że deficyt budżetowy nie powinien przekraczać 3% PKB, inflacja 3%, zaś dług publiczny 60% PKB. Z równania (1) wynika, że przy założeniu realnego wzrostu PKB w wysokości 2% te trzy warunki są istotnie spójne.

Warunek (1) można też interpretować w ten sposób, że jeśli chcemy ograniczyć dług publiczny do jakiegoś ustalonego poziomu b^* i koszty obsługi tego długu do poziomu rb^* , to deficyt pierwotny nie może przekroczyć poziomu $(i + g - r) b^*$. Ponieważ stopa procentowa r jest równa w przybliżeniu sumie ($i + g$), więc deficyt pierwotny powinien być bliski zeru. Wynika stąd, że tylko jeśli początkowy dług jest niski (małe b) i są możliwości zwiększenia go, to rządy mają korzyść polityczną z dodatniego deficytu budżetowego. Z chwilą, gdy dług publiczny jest już duży i rosnąć dalej nie powinien, i w końcu nie rośnie, to deficyt budżetowy płaci jedynie odsetki od tego długu. Taką sytuację mamy w Polsce od roku 1993.

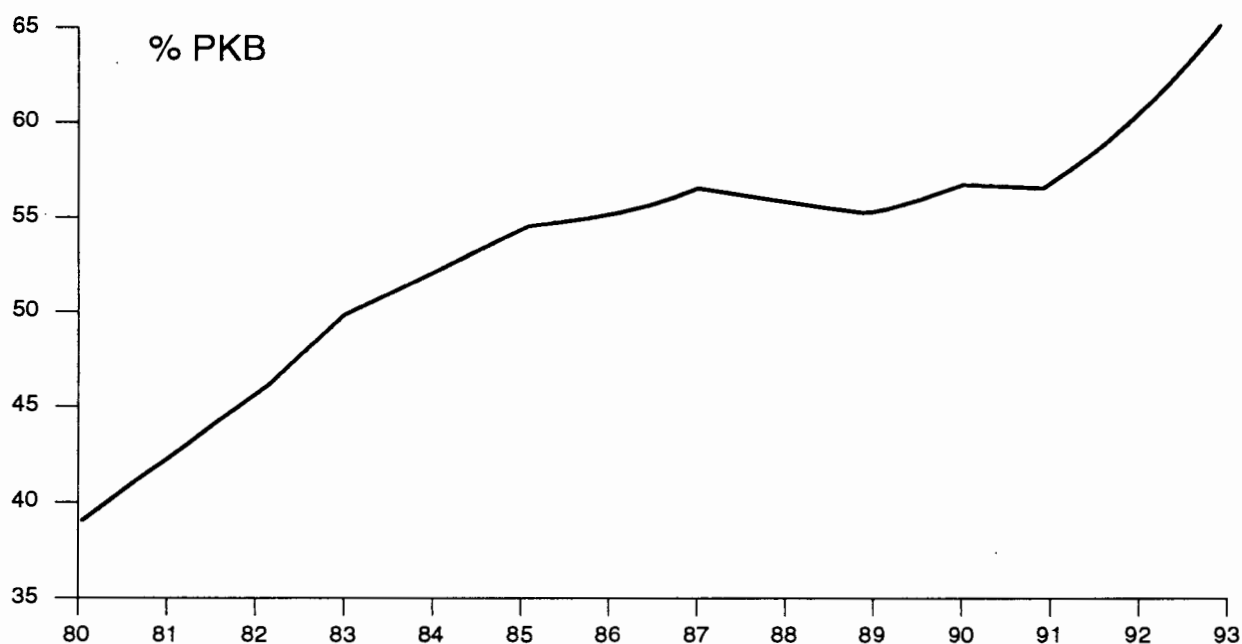
4. Implikacje makroekonomiczne

Najbardziej ważki w sferze realnej jest ujemny wpływ długu publicznego na oszczędności, a w związku z tym także na inwestycje i eksport netto. Dług publiczny w posiadaniu gospodarstw domowych jest bowiem rodzajem bogactwa, a papiery wartościowe są substytutem dla oszczędności prywatnych w systemie bankowym i zakupów akcji przedsiębiorstw. Rosnący dług krajowy wpływa więc ujemnie na skłonność do oszczędzania oraz na możliwości finansowania inwestycji przedsiębiorstw ze środków innych niż własne. Z drugiej strony dług publiczny pobudza konsumpcję i import.

Z punktu widzenia ogólnej stabilności gospodarczej jeszcze ważniejsze mogą być implikacje monetarne. Dwa przypadki zasługują na szczególną uwagę. Pierwszy to kombinacja surowej polityki kredytowej i łagodnej polityki fiskalnej. Celem takiej polityki makroekonomicznej jest ograniczenie skutków inflacyjnych wysokiego deficytu budżetowego, przez zmniejszenie kredytu dla przedsiębiorstw i ludności. Wysokie realne stopy procentowe pod-

Wykres 1

DŁUG PUBLICZNY WSPÓLNOTY EUROPEJSKIEJ (12 KRAJÓW), 1980–1993

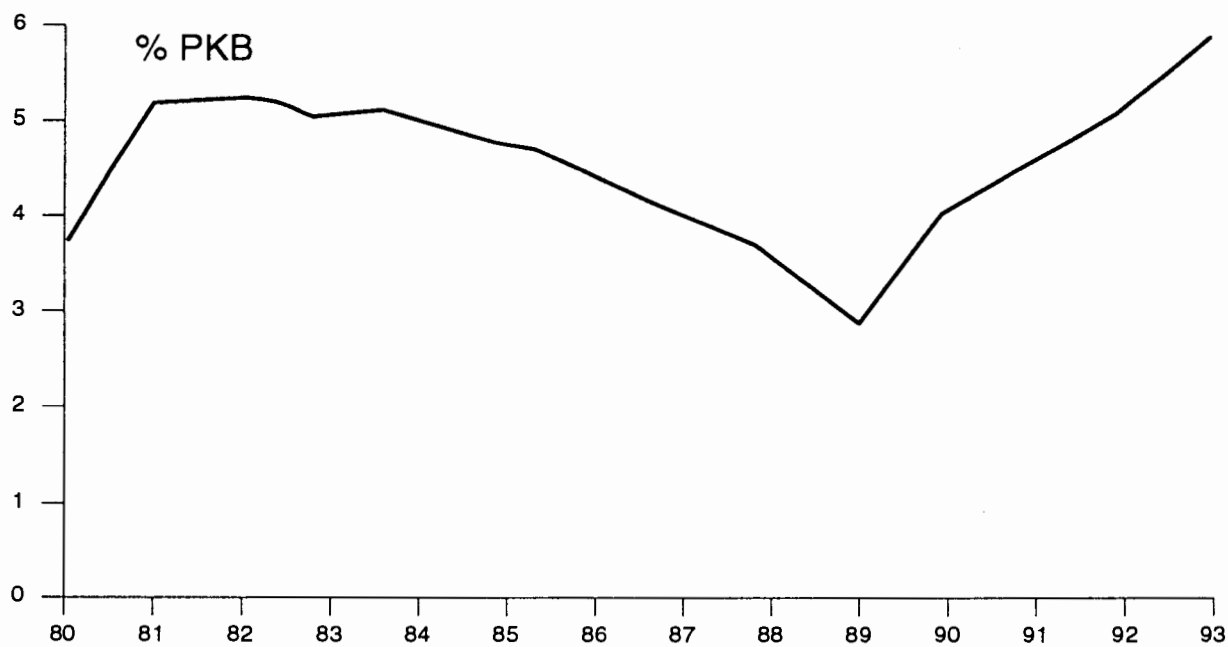


1. Dla lat 1980 – 1990 z uwzględnieniem RFN; dla lat 1991 – 1993 z uwzględnieniem całych Niemiec.

Źródło: European Economy No 3, 1994

Wykres 2

DEFICYT BUDŻETOWY WSPÓLNOTY EUROPEJSKIEJ (12 KRAJÓW), 1980 – 1993



1. Dla lat 1980 – 1990 z uwzględnieniem RFN; dla lat 1991 – 1993 z uwzględnieniem całych Niemiec.

Źródło: European Economy No 3, 1994

wyższają też koszt obsługi długu publicznego. Ten sam skutek ma zachęcić rząd do zmniejszenia deficytu budżetowego.

Drugi ciekawy przypadek, to ekspansywna polityka kursowa, obliczona na zwiększenie rezerw i pobudzenie wzrostu gospodarczego. W tym przypadku większa podaż pieniądza zagranicznego może przejściowo obniżyć rynkowe stopy procentowe i podnieść popyt krajowy na towary i usługi. Aby więc podtrzymać eksport netto potrzebne jest wtedy zmniejszenie deficytu budżetowego. Jeśli takie zmniejszenie deficytu nie nastąpi, to inflacja będzie wysoka, vide Polska lata 1994–95. Bank centralny może próbować ograniczać wzrost podaży pieniądza i presję inflacyjną poprzez operacje otwartego rynku. Taką polityka jest częściowo skuteczna na krótką metę, ale niesie ze sobą ryzyko wzrostu deficytu budżetowego i długu publicznego w średnim okresie, a w dalszej perspektywie – wzrostu inflacji i stóp procentowych.

5. Specyficzne uwarunkowania w Polsce

Centralnym zagrożeniem dla finansów publicznych w Polsce jest łatwość wystąpienia eksplozji kosztów obsługi krajowego długu publicznego. Koszty te są bowiem proporcjonalne do nominalnej stopy procentowej, ta jest zbliżona do stopy inflacji, a stopa inflacji – właśnie w polskich warunkach – jest silnie zależna od deficytu budżetowego. Te polskie warunki to następujące cztery okoliczności:

- (I) Niska relacja podaży pieniądza ogółem do PKB.
- (II) Duży udział depozytów walutowych w ogólnej podaży pieniądza.
- (III) Niski popyt na skarbowe papiery wartościowe w sektorze niefinansowym.
- (IV) Niski początkowo stan rezerw walutowych kraju.

Pierwsze dwie okoliczności powodują, że bez kreacji nowego pieniądza przez bank centralny banki komercyjne mają niewielką zdolność do absorpcji nowego długu publicznego. Istotnie, depozyty złotowe sektora niefinansowego wynoszą zaledwie około 18% PKB. Te depozyty to w przybliżeniu tyle, ile wynoszą aktywa bankowe w postaci kredytów dla sektora niefinansowego, tj. przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Innymi słowy system bankowy nie dysponuje środkami na nieinflacyjne zakupy

skarbowych papierów wartościowych. Gdyby nie było kreacji nowego pieniądza w systemie bankowym to banki komercyjne byłyby jedynie pośrednikami pomiędzy różnymi podmiotami w ramach sektora niefinansowego. Nie mogłyby natomiast pełnić roli pośrednika pomiędzy depozytariuszami a sektorem budżetowym. Aby mogły one pełnić taką rolę, bank centralny musi ciągle zwiększać ilość pieniądza rezerwowego. Zakupy bonów skarbowych przez NBP są jednym z instrumentów pozwalających na takie zwiększanie. Nie jest przy tym istotne, czy NBP wstrzyknie do systemu bankowego pieniądza rezerwowego zakupując bony skarbowe bezpośrednio od MF, czy zakupując je pośrednio – przez banki komercyjne. To właśnie te specyficzne polskie okoliczności powodują, że silnie inflacyjne skutki mają zarówno zakupy bonów przez NBP jak i przez banki komercyjne. W obu bowiem przypadkach prowadzą one do wzrostu bazy monetarnej i ogólnej podaży pieniądza.

Powyższa analiza pozwala łatwo odpowiedzieć na szereg pytań dotyczących metod i skutków finansowania deficytu budżetowego, a mianowicie:

- Czy finansowanie deficytu przez NBP powinno być zerowe?
- Czy powinny istnieć dwa rodzaje bonów, jeden – Ministerstwa Finansów i drugi – NBP?
- Czy przechodzić na instrumenty długookresowe?
- Czy przechodzić na instrumenty denominowane w dolarach?
- Jak zwiększyć popyt na skarbowe papiery wartościowe ze strony sektora niefinansowego?
- Jak zwiększyć relację depozytów do PKB?
- Czy zachodząca obecnie zmiana w strukturze depozytów na korzyść depozytów złotych zmniejszy skutki inflacyjne deficytu budżetowego?

NBP jak każdy bank centralny ma dwie funkcje: kooperanta rządu w finansowaniu deficytu budżetowego narzuconego przez parlament oraz obrońcy siły nabywczej emitowanego przez siebie pieniądza. Jeśli występuje wyłącznie w roli obrońcy, to nie może dopuścić do znaczącego wzrostu ilości pieniądza rezerwowego. Z reguły oznacza to także, że nie może finansować deficytu budżetowego. Ale nawet jeśli bank centralny występuje

w roli kooperanta rządu, to jego bezpośrednie zakupy skarbowych papierów wartościowych powinny być na poziomie minimalnym, przy którym deficyt może być jeszcze sfinansowany.

Bank centralny powinien mieć możliwości prowadzenia operacji otwartego rynku, nawet wtedy jeśli (już) nie dysponuje bonami MF. Do tego celu powinien więc mieć możliwości kreacji swoich własnych papierów wartościowych.

W przypadku instrumentów długookresowych i walutowych, kluczowym jest pytanie: kto ma ponosić ryzyko inflacyjne i kursowe: inwestor czy emitent? Użycie obu tych instrumentów z reguły znakomicie zmniejsza koszt obsługi długu publicznego na krótką metę. Ponieważ w dłuższym okresie czasu można oczekiwać aprecjacji realnego kursu złotówki, to szczególnie atrakcyjnym dla budżetu instrumentem są obecnie średnio- i długookresowe skarbowe papiery wartościowe denominowane w silnych walutach zagranicznych. Takie papiery były dotąd emitowane dla odbiorców krajowych w skromnym zakresie. Aby minimalizować ryzyko kursowe, walutowa struktura aktywów bankowych powinna odpowiadać walutowej strukturze depozytów. W Polsce depozyty walutowe stanowiły w ostatnich kilku latach około 1/3 wszystkich depozytów. Natomiast tzw. kredyty walutowe oraz papiery denominowane w walutach zagranicznych stanowią tylko około 1/6 wszystkich aktywów systemu bankowego.

Pamięć o dużych stratach, jakie ponieśli oszczędzający w latach 1988 – 1989 wskutek polityki makroekonomicznej ówczesnych władz centralnych jest zapewne jednym z głównych czynników wyjaśniających wciąż niski popyt na pieniądź i skarbowe papiery wartościowe. Drugim czynnikiem jest fakt, że utrzymująca się wysoka inflacja powoduje, iż realne stopy procentowe od wkładów bieżących i depozytów krótkoterminowych są silnie ujemne. Paradoks obecnej sytuacji polega więc na tym, że aby podwyższyć popyt na pieniądź i skarbowe papiery wartościowe trzeba najpierw obniżyć radykalnie inflację, a więc praktycznie wyeliminować deficyt budżetowy albo przynajmniej zmniejszyć drastycznie bankowe finansowanie deficytu, to znaczy finansowanie nie tylko przez NBP, ale także przez banki komercyjne. Dopiero gdy popyt na pieniądź wzrośnie, a objawi się to wzrostem relacji depozytów bankowych do PKB i obniżeniem szybkości obiegu pieniądza w gospodarce, to finansowanie deficytu przez banki komercyjne nie musi mieć znaczących skutków inflacyjnych.

¹⁾ Autor jest profesorem w London School of Economics; w latach 1989–1995 doradca Ministra Finansów RP; współpracuje z CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych.

PODSTAWOWE PROBLEMY ZARZĄDZANIA DŁUGIEM WEWNĘTRZNYM. WYDŁUŻANIE INSTRUMENTÓW A KOSZTY OBSŁUGI

Piotr Dziewulski¹⁾

W literaturze i publicystyce termin *dlug publiczny* pojawił się dopiero dwa lata temu. W rzeczywistości, z ewidencjonowanym (krajowym) długiem publicznym zaczęliśmy mieć do czynienia wówczas, gdy nasza gospodarka zaczęła się przekształcać w rynkową i gdy termin deficyt stał się realną kategorią.

Mówiąc o długu publicznym, trzeba też pamiętać o pewnym obciążeniu historycznym tego terminu. W latach 70. i 80. dużo mówiono i pisano o zadłużeniu zagranicznym, rozważano czy go spłacić, czy też nie, czy odkładać spłatę i na jak długo. Przy czym zadłużenie zagraniczne utożsamiano wówczas z długiem publicznym. Dopiero w 1989 r. ukryty dotąd dług wewnętrzny został publicznie ujawniony. W rzeczywistości, deficyt budżetowy istniał również przed okresem transformacji gospodarki, tylko się o nim nie mówiło. Kolejne rządy sięgały po zasoby dolarów zgromadzone na przykład w banku PEKAO S.A. i obsługiwały bilans płatniczy płacąc dolarami z lokat ludności. Deficyt istniał, ale nie był rejestrowany. Wyemitowana w roku 1991 obligacja dolarowa obsługiwała taki właśnie ukryty dług wewnętrzny. Podział na dług zagraniczny i rodzący się dług wewnętrzny, który powstał z pierwszych deficytów po roku 1989, również dzisiaj jest obowiązujący. Dług zagraniczny i dług wewnętrzny nie są zintegrowane, nie traktuje się ich spójnie jako elementów tego samego zjawiska.

Czy można więc mówić o zarządzaniu długiem publicznym? Zarządzać można całością, traktując łącznie obie wielkości, przed podjęciem decyzji o zaciągniętym długu analizując, jak forma obsługi, czy też zapłaty tej, czy też innej części długu publicznego będzie najbardziej korzystna. Można wówczas rozważać, np. czy bardziej

opłacałoby się spłacić część zadłużenia wewnętrznego, czy też zagranicznego, lub też czy korzystniej jest zadłużyć się za granicą, niż w kraju, bo koszt obsługi wyniesie taniej niż na rynku krajowym.

W Polsce z powodu problemów metodologicznych, kadrowych, organizacyjnych itp. nie ma obecnie zarządzania długiem publicznym jako całością. Sytuację tę można by zobrazować w następujący sposób: dwie lokomotywy jednocześnie pędzą po torach, jedna z mniejszą ilością wagoników szybciej i to jest dług krajowy, druga z większą ilością wagoników – dług zagraniczny – jedzie wolniej. Lokomotywa ciągnąca dług krajowy co jakiś czas zatrzymuje się, by przyczepić do niej kolejne wagoniki, ale ciągle jeszcze jedzie szybko. Brakuje natomiast dyspozytora kolejowego, który regulowałby tempo jazdy obu pociągów. Pierwszym więc problemem zarządzania polskim długiem publicznym jest brak zarządzania nim jako całością, czyli podejmowania decyzji na podstawie rachunku ekonomicznego.

Kolejnym problemem jest daleko idąca sztywność polskiego prawa budżetowego. Przykładowo, nawet przy wyraźnym spadku stóp procentowych na rynkach zagranicznych, prawo nie pozwala na wcześniejszy wykup zagranicznego zadłużenia. Wydaje się, że powinniśmy przyrzeć się francuskiemu modelowi postępowania z zadłużeniem. Przewiduje on pewną otwartość: w ramach obsługi długu można wydać – w krótkim okresie – więcej, udowadniając parlamentowi, że takie postępowanie – w dłuższym horyzoncie czasu – było racjonalne i leżało w interesie podatników, czyli udowadniając, że opłacało się którąś z części długu wykupić wcześniej, bo w sumie, w rachunku ciągniętym koszty były mniejsze.

Wydaje się, że brak własnej bazy prognostycznej i metodologicznej uniemożliwia kompleksowe zarządzanie polskim długiem publicznym, utrzymuje sztuczny podział na dług zagraniczny i dług wewnętrzny, zapewnia obu długom własne życie i rozwijanie się ich bez jakiegokolwiek powiązania. Baza prognostyczna dopiero się tworzy.

Trzecim, i jak się wydaje, najważniejszym problemem związanym zwłaszcza z krajowym długiem jest struktura finansowania długu. **W 1993 r. aż 91,7% aktywnych skarbowych papierów wartościowych (SPW) finansujących wewnętrzne zadłużenie stanowiły bony skarbowe.** Jest to jedna z najważniejszych cech polskiego długu wewnętrznego. Co prawda, struktura ta powoli się poprawia – na koniec 1994 r. bony stanowiły 3/4 wartości zadłużenia w aktywnych skarbowych papierach wartościowych – jednakże nadal zdecydowana część polskiego długu finansowana jest instrumentami krótkoterminowymi.

Olbryzmia przewaga krótkoterminowych instrumentów finansowych nad długoterminowymi jest przyczyną naturalnego konfliktu pomiędzy polskim bankiem centralnym a rządem. Bony skarbowe są bowiem – i obiektywnie tak być musi – przez obie te instytucje używane do innych celów. W klasycznym układzie, jak to ma miejsce na przykład na Węgrzech, bon skarbowy jest dla banku centralnego instrumentem polityki pieniężnej, a dla rządu – jedynie elementem uzupełniającym finansowanie długu publicznego. Natomiast w Polsce, gdzie 3/4 długu finansowane jest instrumentem krótkoterminowym, bon skarbowy zaczyna spełnić zupełnie inne funkcje.

Tempo wzrostu kosztów obsługi długu wewnętrznego jest w ostatnich latach niezwykle wysokie i w relacji do wydatków budżetu, jak również w relacji do PKB: koszty obsługi długu znalazły się na drugiej pozycji wydatków sztywnych, tuż po ZUS. W tej sytuacji konieczność ograniczenia kosztów obsługi długu jest oczywista i naturalna. Sposób finansowania długu staje się więc dla rządu jednym z elementów wykonywania budżetu. Staje się równocześnie jednym z podstawowych ograniczników wykonywania budżetu. Obniżanie kosztów obsługi długu odbywa się więc głównie za pomocą minimalizacji dyskonta bonów skarbowych. W tej sytuacji podstawowym kierun-

kiem działania Ministerstwa Finansów jest obniżenie stóp procentowych bonów skarbowych, gdyż nawet najmniejsze ograniczenie tych stóp przynosi ogromne efekty w postaci bilionowych oszczędności. Dla przykładu, zbicie o 10 pkt. stóp procentowych 52-tygodniowych bonów skarbowych w 1994 r. dało około 7 bln PLZ oszczędności w budżecie. Trudno się więc dziwić, że członek rządu, który walczy podczas posiedzenia Rady Ministrów o uzyskanie 200 mld PZL, a ma świadomość, że 2 bln PZL pozwoliłoby oddłużyć całą służbę zdrowia, usłyszawszy, że prosty zabieg – obniżenie stóp procentowych bonów daje oszczędności rządu 7 bln PZL, natychmiast opowie się za wykorzystaniem takiej możliwości.

Bank centralny zgoła inaczej traktuje bony skarbowe: dla niego są one jedynie instrumentem zarządzania płynnością w systemie bankowym. Liczy się więc głównie stopień realizacji tego celu – czy została opanowana nadpłynność, czy też nie – a poniesione koszty tej operacji są rzeczą wtórną.

Odmienne postawy banku centralnego i rządu, z których każda jest odrębnie słuszna, muszą rodzić naturalny konflikt. Oczywiście można go rozwiązać jedynie „wydłużając” instrumenty finansowe, tj zwiększając udział SPW o dłuższych okresach wykupu w całości sprzedawanych instrumentów.

Niewątpliwie Ministerstwo Finansów chętnie wyemitowałoby obligacje 10-, 15- czy 20-letnie. Jednak doświadczenia z obligacjami 2- i 5-letnimi, będącymi pierwszymi obligacjami o stałej stopie procentowej, pokazały, że sprzedając tego rodzaju instrumenty musimy uwzględnić nie tylko zysk, ale i cenę ryzyka inwestorów, którzy po raz pierwszy – po 40 latach nie istnienia rynku kapitałowego – chcą zaryzykować i kupić 5-letni papier wartościowy. Inwestorzy żądają pokrycia znacznego kosztu ryzyka, który przecież – de facto – jest kosztem podatnika. Koszt ten musi uwzględniać ustawa budżetowa: zachęcając inwestorów do kupowania obligacji długoterminowych musimy ponieść wyższe wydatki budżetowe, co w napiętym budżecie oznacza, że trzeba „zabrać” pieniądze innym. Proces „wydłużania” instrumentów będzie więc na pewno bardzo powolny, bo krańcowy przyrost kosztów, jakie możemy ponieść z tego tytułu, musi być możliwy do zaakceptowania przez podatnika.

Ogromna dynamika wzrostu kosztów obsługi długu wewnętrznego występująca w ostatnim okresie grozi tym, że w ciągu najbliższych dwóch lat ta właśnie pozycja w wydatkach budżetowych zacznie się zrównywać z kosztami ZUS, czyli stanie się „kulą śnieżną” powodującą wzrost deficytu, który wywoła w następstwie wzrost długu, a ten z kolei – rosnące koszty obsługi. Efektem będzie klasyczna pułapka zadłużeniowa z wszelkimi jej konsekwencjami: populiści będą się domagali redukcji zadłużenia, nie oddawania długu, zamienienia go na przykład na bony przedsiębiorstw, czyli po prostu – odsunięcia problemu, przekazania go innym rządóm, następnym pokoleniom.

Barierą dla emisji papierów długoterminowych jest też bardzo słabo rozwinięty rynek kapitałowy – nie funkcjonują na nim ani fundusze emerytalne, ani fundusze inwestycyjne; działa jeden tylko fundusz powierniczy. W praktyce możliwości zakupu papierów wartościowych przez ludność ograniczają się więc do zakupu obligacji 1- oraz 3-letnich. Od dawna też wiadomo, że na instrumenty o okresie wykupu powyżej 2. czy 3. lat kończy się popyt polskich gospodarstw domowych. Trzeba więc jak najszybciej tworzyć fundusze emerytalne, firmy oferujące ubezpieczenia na życie itp. Polscy i zagraniczni inwestorzy nie będą bowiem kupowali obligacji państwowych 10- czy 15-letnich, obłożonych relatywnie wysokim ryzykiem. Kupić je mogą natomiast właśnie firmy ubezpieczeniowe.

Oprócz słabo rozwiniętego rynku kapitałowego, barierą wyemitowania długoterminowych papierów wartościowych jest też wysoka inflacja, która oznacza wysokie ryzyko przy zakupie tego typu papierów i – w efekcie – potrzebę opłacenia tego ryzyka, tj. poniesienia ogromnego kosztu.

Departament Długu Publicznego Ministerstwa Finansów, przy pomocy współpracujących specjalistów, wytyczył pięć podstawowych celów zarządzania długiem, które w różnym stopniu udaje się realizować:

- 1) pełna i stabilna obsługa długu oraz pełna wiarygodność emitenta, czyli zawsze w terminie wykupiony kapitał i zapłacone oprocentowanie;
- 2) wydłużenie okresu zapadalności instrumentów finansowania długu publicznego, bo nie można deficytu budżetowego finansować np. 8-tygodniowymi bonami skarbowymi;
- 3) minimalizacja kosztów obsługi długu, bo płaci je podatnik;
- 4) obsługa długu pozwalająca na uniknięcie pułapki zadłużenia – stąd inicjatywa ustawy o ograniczeniu długu;
- 5) działania na rzecz rozwijania rynku pieniężnego i kapitałowego.

¹⁾ Autor jest dyrektorem Departamentu Długu Publicznego w Ministerstwie Finansów.

POLITYKA PIENIĘŻNA A DŁUG PUBLICZNY

Jerzy Stopyra¹⁾

Operacyjnym celem NBP w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej jest kontrola podaży pieniądza poprzez którą chcemy uzyskać określony poziom inflacji. Jednak rozwój nowych instrumentów finansowych, przede wszystkim zaś zmiana struktury finansowania deficytu budżetowego – między finansowaniem bankowym a niebankowym – i wzrost finansowania pozabankowego powodują, że znaczna część oszczędności jest wykorzystywana na niebankowe finansowanie deficytu budżetowego.

Powstaje więc pytanie o zasadność utrzymywania obecnej definicji podaży pieniądza jako definicji przydatnej w zakresie prowadzenia polityki pieniężnej. Poszczególne kraje w różny sposób radzą sobie z powyższą kwestią; albo rozwijają agregaty pieniężne przez dodawanie coraz to nowych instrumentów, albo wręcz przeciwnie – część krajów wraca do agregatów bardzo wąskich, związanych wyłącznie z pieniądzem transakcyjnym, twierdząc, że są to najbardziej typowe instrumenty pieniężne, których żadne innowacje finansowe nie są w stanie niczym zastąpić.

Sądzę, że rozwój polskiego systemu finansowego oraz rozwój pozabankowego finansowania budżetowego każe nam się zastanowić nad zmianą definicji agregatu pieniężnego, ale także każe szukać odpowiedzi na pytanie: Jak prowadzić politykę pieniężną, czy opartą na agregatach pieniężnych, czy też stopach procentowych – jako cel pośredni? Narodowy Bank Polski po raz pierwszy w 1994 r. wprowadził w ramach operacji otwartego rynku kwotowanie stóp procentowych oznajmiając niejako, że poprzez stabilizację stóp procentowych na rynku międzybankowym stara się i ten instrument wykorzystywać w polityce pieniężnej.

Trzeba jednak pamiętać, że polityka stopy procentowej stoi dzisiaj przed pewnym dylematem. Jeśli uwzględnimy, że jest to jeden z podstawowych instrumentów finansowych i będziemy go rozważać w kategoriach modelu przystającego do naszej gospodarki, a mianowicie modelu o sztywnym kursie walutowym (można przyjąć, że obecny mechanizm kursu walutowego oparty na kroczącej dewaluacji w ramach bardzo wąskiego marginesu wahań sprawia, że kurs w praktyce jest właśnie kursem sztywnym), wówczas dla podaży pieniądza to co się dzieje w bilansie płatniczym przy sztywnym kursie walutowym jest pewną wielkością wynikową, a korygować go można jedynie stopą procentową.

Jeśli bilans płatniczy charakteryzuje się nadwyżką w obrotach bieżących, a oczekiwania inflacyjne związane z krajowymi czynnikami inflacji są relatywnie niskie, to dla polityki stopy procentowej nie ma żadnego dylematu. Po prostu jest duża presja na obniżkę stóp procentowych. Zmiana tego parametru bardzo silnie oddziałuje na bilans płatniczy – następuje wzrost popytu krajowego i przesunięcie części eksportu na rynek krajowy. Sytuacja jest również jasna w odwrotnym przypadku, kiedy w bilansie płatniczym występuje duża dziura w obrotach bieżących a inflacja jest bardzo wysoka. Receptą jest podniesienie stopy procentowej. Problemy polityki stopy procentowej pojawiają się dopiero wówczas, gdy występuje nadwykowe saldo w handlu zagranicznym i jednocześnie oczekiwania inflacyjne są bardzo silne.

Właśnie taką sytuację mamy obecnie. Aczkolwiek ze statystycznego punktu widzenia nasza gospodarka, po I kwartale 1995 r., ma ujemne saldo w obrotach handlowych, ale jednocześnie następuje bardzo duży przyrost

tw. kapitału krótkoterminowego, który zdaniem NBP, w podstawowej swojej masie, jest pieniądzem związanym z nierejestrowanym eksportem. Jeśliby więc dokonać korekty bilansu płatniczego, można by uznać, że w obro- tach bieżących bilans ma nadwyżkę. Z drugiej strony – mamy bardzo silne bieżące oczekiwania inflacyjne. Co w takiej sytuacji zrobić z polityką stopy procentowej?

Narodowy Bank Polski zdecydował o zmianie me- chanizmu kursowego. Wprowadzony system płynnego kursu walutowego zapewnia funkcjonowanie mecha- nizmu kroczącej dewaluacji, ale w szerszym paśmie wa- hań, które umożliwia kształtowanie rynkowych oddziały- wań na bilans płatniczy. Według banku centralnego płyn- ny kurs walutowy jest poszukiwaną receptą ograniczają- cą pieniężny efekt wynikający z nadwyżkowego eksportu w bilansie handlowym. Oczywiście do zmienionego me- chanizmu kursu walutowego musi być dostosowana poli- tyka stopy procentowej. Jaka będzie stopa procentowa? Zgodnie z regułami mechanizmu płynnego kursu waluto-wego, ukształtują ją krajowe oczekiwania inflacyjne. Oznacza to, że bank centralny może w polityce stopy procentowej skoncentrować się teraz bardziej na prze- ciwdziałaniu krajowym źródłom inflacji.

Polityka stopy procentowej i zarządzanie długiem pu- blicznym są wzajemnie powiązane. Ponad połowa zadłu- żenia wewnętrznego to krótkoterminowe papiery warto- ściowe. Z kolei analiza struktury podaży pieniądza poka- zuje, że 70% tej podaży koncentruje się w obszarze krót- kiego pieniądza – depozyty a vista i 6-miesięczne. W ta- kiej sytuacji cena bonu skarbowego bardzo silnie rzutuje na bankowe oprocentowania depozytów. Podwyżka stóp procentowych na początku 1995 r. miała m.in. zapobiec bankowym redukcjom stóp procentowych, bo przecież wówczas inne czynniki – gwałtowny wzrost deficytu bu- dżetowego, oczekiwania inflacyjne związane ze wzro- stem cen żywności – mogły się okazać przysłowiowym dolewaniem oliwy do ognia. Rok 1994 wyraźnie pokazał, że finansowanie budżetu głównie przez emisję bonów skarbowych wywołuje ostry konflikt interesów między po- lityką a interesami fiskalnymi.

Zgadzam się więc ze zwolennikami tezy, iż dług pu- bliczny musi być finansowany instrumentami długotermi- nowymi. Czy jest to operacja bardzo kosztowna? Według

mnie powinna być wprowadzona w miarę szybko, bo- wiem mamy na tyle rozwinięty rynek pieniężny i system bankowy, iż umożliwiają one bezpieczne finansowanie deficytu budżetowego poprzez znaczące wydłużenie in- strumentów oferowanych do sprzedaży przez Minister- stwo Finansów. Zapewne nie będzie to operacja koszty- wo bezbolesna, ale weźmy pod uwagę fakt, że w polityce pieniężnej bank centralny odzyskałby znacznie większą swobodę oddziaływania na krótkoterminowe stopy pro- centowe. Pozwoliłoby to na bardziej precyzyjne sterowa- nie płynnością w bankach komercyjnych czyli na wzrost podaży pieniądza, a tym samym wpływ na spadek inflacji w krótkim czasie. Generalnie więc tego typu działanie byłoby znacznie mniej kosztowne niż utrzymywanie do- tychczasowego stanu rzeczy.

W ubiegłych latach mieliśmy taką sytuację, kiedy udział krajowego pieniądza w ogólnej podaży, aczkolwiek ciągle rosnący, nie wystarczał na sfinansowanie krajowe- go deficytu i popytu na kredyt bankowy. Stąd zgadzam się również z twierdzeniem, że wzrost krajowych stóp procentowych jest środkiem dochodzenia do odpowied- nich proporcji w zakresie struktury podaży pieniądza, ta- kich, by banki bezpiecznie, w sposób nieinflacyjny mogły finansować deficyt budżetowy. Sądzę, że przy obecnej nadpłynności w bankach można by się pokusić o zaprze- stanie finansowania deficytu bezpośrednio przez Narodo- wy Bank Polski.

Rozumiem intencje emitowania rządowych papierów wartościowych denominowanych w walutach obcych. Chodzi tu o zwiększenie popytu na waluty obce, by nieco zmniejszyć dysproporcje na pieniężnym rynku złotowym. Byłbym jednak ostrożny przy podejmowaniu takich decy- zji. W przypadku bowiem powstania silnych oczekiwań dewaluacyjnych dług krajowy denominowany w walutach obcych w sposób gwałtowny zwiększa koszt obsługi dłu- gu przez budżet. Mogłoby to grozić powstaniem sytuacji podobnej do „kryzysu meksykańskiego”, choć oczywiście na mniejszą skalę.

¹⁾ Jerzy Stopyra jest dyrektorem Departamentu Polityki Pieniężnej Naro- dowego Banku Polskiego.

IMPLIKACJE DŁUGU SKARBU PAŃSTWA DLA DECYZJI INWESTYCYJNYCH BANKÓW POLSKICH¹⁾

Konrad Szwedowski²⁾

I. Hipotetyczne wyznaczniki decyzji inwestycyjnych

Wyznacznikami decyzji inwestycyjnych przy danym obecnym lub oczekiwanym koszcie pasywów są ogólnie warunki optymalizujące (maksymalizujące jej wartość poprzez wybór optymalnego pod względem zadanych kryteriów składu portfela) funkcję postaci:

Max Exp R_{ijt} (i od 1 do n, j od 1 do k, t od 1 do x miesięcy):

$$R_{ijt} = RN_{ijt} + \text{Exp OZC}_{ijt} + \text{Exp OZK}_{ijt}$$

gdzie:

Exp oznacza wartość oczekiwaną w danym horyzoncie inwestycyjnym, **R_i** oznacza rentowność instrumentu *i*, przy czym **RN** rentowność nominalną,

OZC – to zmiana ceny,

OZK – to zmiana kursu walut,

t oznacza wybrany horyzont inwestycji,

j oznacza daną klasę aktywów,

i w ramach **j** wymaga znacznej dezagregacji (nie „obligacje dewizowe”, a np. „dwuletnie obligacje skarbu państwa USA ze stałym oprocentowaniem serii XX.YY.ZZ”).

Nawet wstępny opis warunków niezbędnych do optymalizacji systemu wykracza poza ramy wystąpienia. Wśród tych warunków muszą się jednak znajdować te opisujące instytucjonalne warunki inwestycji (np. limity NBP), i te będące wyrazem decyzji strategicznych danego banku, czy opisujące funkcję preferencji poziomu ryzyka tego banku.

II. Przydatność formalnego modelowania alternatyw inwestycyjnych w warunkach polskich

Rzeczywistość polska oferuje zawężony zakres alternatyw inwestycyjnych *j. Z* (modelowym) uproszczeniem można przyjąć, że jest ich pięć ($j = 5$):

- kredyty/pożyczki dla podmiotów niefinansowych,
- kredyty/pożyczki dla ludności,
- skarbowe papiery wartościowe,
- pozycje dewizowe netto wobec PLN,
- inne (głównie krajowe akcje/udziały; można przyjąć, że leasing, factoring etc. są rodzajem kredytu).

Z modelu, po uwzględnieniu uwarunkowań instytucjonalno-prawnych, będzie wynikać rozkład portfela, niekoniecznie odpowiadający oczekiwaniom inwestora. Faktycznie analiza ta doprowadzi do zdecydowanej przewagi trzech pierwszych alternatyw inwestycyjnych, a (dotychczas) faktycznej dominacji państwowych papierów wartościowych. Efekt ten jest dodatkowo wzmocniany przez dwa czynniki:

- brak infrastruktury oraz know-how banków, który zasadniczo utrudnia swobodne operowanie na rynkach obcych lub dokonywanie obrotu akcjami w kraju;
- istniejące trudności z prawidłową oceną ryzyka kredytowego i możliwościami takiej oceny w ramach alternatyw związanych z udzielaniem kredytów/pożyczek; wynikają stąd zaburzenia „optymalnego” składu portfela.

Decydujące znaczenie w modelu mają wartości oczekiwane, a nie – historyczne, co odpowiada praktyce. Wobec dominacji określonych alternatyw inwestycyjnych określanie wartości oczekiwanych jest z jednej strony za-

sadniczo trywialne, gdyż dotyczy niewielu agregatów makroekonomicznych gospodarki polskiej, z drugiej strony – możliwości dokonania takiej prognozy nie są w obecnych warunkach transformacji jednoznacznie oceniane. Praktyczną konsekwencją takiej sytuacji jest „ręczne sterowanie” układem aktywów.

Dezagregacja i w ramach j nie daje zadowalających rezultatów w aspekcie dywersyfikacji ryzyka. Jeśli dominującą alternatywą są papiery państwowe, brak jest ujemnej korelacji, zmniejszającej ryzyko np. w ramach j3 = obligacje złotowe, między np. i2 = dwuletnie obligacje skarbu państwa o stałym oprocentowaniu oraz np. i3 = dwuletnie obligacje komunalne o stałym oprocentowaniu.

Nie bez znaczenia jest problematyka podatkowa, która m.in. faworyzując lokatę bankową utrudnia zasadniczo powstanie alternatywnych aktywów.

Wniosek 1: W warunkach polskich nie istnieje dostateczna ilość alternatyw inwestycyjnych.

Wniosek 2: W warunkach polskich inwestycje w skarbowe papiery wartościowe są alternatywą dominującą w sposób wymuszony.

III. Praktyka inwestycji banków polskich w skarbowe papiery wartościowe

Od chwili pojawienia się oferty państwowych papierów wartościowych w 1991 roku, w zachowaniach banków można wstępnie wyodrębnić trzy okresy.

1. Lata 1991–1992 charakteryzowały się daleko posuniętą rezerwą banków wobec zaistniałej oferty nieznanych dotąd papierów wartościowych w sytuacji trudności w zdefiniowaniu własnej strategii, jak również braku odpowiedniego know-how. Dominowała jednoznacznie działalność kredytowo-pożyczkowa.

2. W roku 1993 nastąpiła radykalna zmiana strategii wielu banków. Widoczna się stała redukcja wolumenu kredytów w stosunku do wielkości portfela państwowych papierów wartościowych, rejestrowana zarówno w wielkościach relatywnych, jak i absolutnych, w całym systemie, a szczególnie wśród najaktywniejszych banków. Takie

decyzje portfelowe banków były racjonalne wobec różnicy rentowności między bonami skarbowymi a kredytami obrotowymi, mniejszej niż relatywna różnica ryzyka kredytowego, przy dodatkowo istniejących możliwościach znacznej relatywnej aprecjacji portfela poprzez wykorzystanie niedopasowania okresów aktywa/pasywa wobec jednoznacznego trendu spadkowego inflacji i stóp procentowych. Faza ta doprowadziła również do zachowań wątpliwej jakości z punktu widzenia ogólnych zasad zarządzania ryzykami bankowymi, w tym również płynności, jak też ze strony „renomowanych” instytucji, szukających codziennie na tzw. rynku międzybankowym kwot rzędu setek miliardów (starych) złotych w terminie „na dziś”, na refinansowanie długoterminowych bonów skarbowych. Biorąc pod uwagę wpływ tych przewartościowań na politykę banków wobec klienta, rozwój rynku usług bankowych, czy nawet funkcjonowanie mechanizmu transformacji pieniądza w gospodarce, okres ten należy ocenić negatywnie. Doszło do zjawiska opisywanego w literaturze jako „wypychanie” kredytu dla gospodarki (nie tylko z powodu braku wiarygodności kredytowej) przez kredyt dla budżetu. Spowolniony został proces budowy nowoczesnych usług bankowych.

3. Przypuszczalnie od drugiej połowy roku 1994 mamy do czynienia z fazą równoważenia portfeli. Polega ona na dywersyfikacji portfela (bony skarbowe/ obligacje skarbowe o różnej charakterystyce) oraz powrocie do bardziej zrównoważonego postrzegania relacji: papiery skarbowe – inne aktywa.

Ogromne znaczenie, przyspieszające procesy refleksji miało realne wystąpienie ryzyka stopy procentowej i odwróconej krzywej dochodowości na rynku pieniężnym w związku z zahamowaniem tempa spadku inflacji i wzrostem stóp rynku pieniężnego. Refinansowanie bonów skarbowych z tzw. rynku pieniężnego przestało być teoretycznie możliwe. Refinansowanie wielu pozycji po skapitalizowanym koszcie liczonego według stawek WIBOR zaczęło prowadzić do realnych strat finansowych.

Niemniej jednak uwagi te dotyczą w mniejszym stopniu banków, decydujących praktycznie o rynku, a dysponujących znaczną nadpłynnością utrzymywaną/pozyskaną po kosztach znacznie poniżej stawek WIBOR. Nawet

jednak w tej komfortowej sytuacji intensywna walka konkurencyjna o klienta i generowane przez niego transakcje z jednej strony, a z drugiej – już dokonane wykorzystanie rynku papierów skarbowych przy braku jednoznacznej perspektywy „windfall profits” w postaci powtórzenia się sytuacji lat 1992-1994 co do kształtu krzywej dochodowości, prowadzi do zrównoważenia akcentów.

Utrzymywanie się dostatecznego popytu na papiery skarbowe w tych warunkach wydaje się być:

- konsekwencją znaczącej nadpłynności systemu bankowego, a szczególnie dominujących banków państwowych i nowo sprywatyzowanych, wobec utrzymywania nienormalnie wysokich marż tej grupy banków między (relatywnie) nisko oprocentowanymi wkładami a'vista i innymi, a rentownością papierów skarbowych,
- wynikiem wyżej nakreślonego realnego braku alternatyw inwestycyjnych,
- konsekwencją rozwoju innych funkcji tych papierów, niż tylko inwestycyjna, takich jak funkcja zabezpieczenia ryzyka kredytowego (zastaw pod inne transakcje jako np. jedyna metoda pozyskania środków z tzw. rynku międzybankowego w przypadku większości banków prywatnych).

Wniosek 3: Trwa wykształcanie się w bankach zrównoważonej oceny rynku skarbowych papierów wartościowych oraz jego miejsca w strategii banków.

IV. Uwagi końcowe

Zdecydowane zmonopolizowanie tzw. rynku pieniężnego przez ofertę i działania Ministerstwa Finansów oraz Narodowego Banku Polskiego (tu w aspekcie utrzymywania określonej ceny pieniądza poprzez operacje otwartego rynku) może być w przyszłości silniej odbierane jako ryzyko inwestycyjne.

Oczywiście instytucje te nie mogą kierować się w swej polityce zyskiem banków komercyjnych. Jednak specyficzne warunki polskie nakładają na te instytucje ogromną odpowiedzialność. I tak bardzo ograniczone są faktyczne możliwości wyrażania przez banki własnej prognozy kie-

runku rozwoju stóp procentowych (włącznie ze zmianą nachylenia krzywej oprocentowania), kierunku inflacji, relacji wzajemnych zmian inflacji do zmian stóp procentowych, poprzez dokonanie odpowiednich inwestycji, ich płynną likwidację lub zabezpieczenie (brak rynku terminowego). Brak jest znaczącego arbitrażu międzynarodowego ograniczającego możliwości prowadzenia dowolnej polityki budżetowej, pieniężnej lub kursowej.

Potencjalny wzrost obaw o konsekwencje ewentualnego wykorzystania monopolistycznej sytuacji (np. hipotetyczna próba sprowadzenia rentowności bonów skarbowych do poziomu rentowności dającego refinansować się jedynie z tzw. depozytów a'vista, byłaby zasadniczo przeciwnie skuteczna), będzie jednak miał prawdopodobnie pozytywny efekt dla rozwoju rynku pieniężnego i – być może – kapitałowego: spodziewać się można przyspieszenia procesu pojawiania się alternatywnych do papierów skarbowych emitentów i/lub papierów wartościowych.

Wydaje się zatem, że konsekwencją pogłębiania się procesów prorynkowych w gospodarce oraz postępów integracyjnych w przyszłości powinno być:

- utrzymywanie się dominującej roli papierów skarbowych w decyzjach portfelowych banków, przy relatywnie wolniejszym tempie wzrostu portfeli w wartościach absolutnych,
- relatywny wzrost znaczenia papierów nieskarbowych jak obligacje komunalne, papiery korporacyjne (obligacje i przede wszystkim typu „commercial paper”),
- dalsza dywersyfikacja portfeli papierów skarbowych pod względem ich charakterystyki oraz wzrost płynności na rynku wtórnym,
- relatywny wzrost zainteresowania lokatami w aktywa dewizowe różnego typu, również w związku z prawdopodobnymi konsekwencjami zmian prawa dewizowego,
- relatywny wzrost zainteresowania i udziału w portfelach aktywów typu kredytowego lub para-kredytowego w związku ze spodziewanym wzrostem bezpieczeństwa obrotu na skutek zmian instytucjonalno-prawnych.

¹⁾ Treść analizy odnosi się do stanu rzeczy i możliwych wniosków w maju 1995 r.

²⁾ Autor jest dyrektorem finansowym Polskiego Banku Rozwoju S.A.

SKARBOWE PAPIERY WARTOŚCIOWE JAKO INSTRUMENT ZARZĄDZANIA DŁUGIEM PUBLICZNYM – STAN OBECNY ORAZ KIERUNKI ROZWOJU¹⁾

Piotr Dziewulski

1. GŁÓWNE CELE I PRZESŁANKI EMISJI SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Skarbowe Papiery Wartościowe (SPW) należą do podstawowych instrumentów rynku finansowego, zarówno w Polsce, jak i w innych krajach o znaczącym poziomie długu publicznego. Zjawiska dokonujące się w obrębie rynku SPW oddziałują na cały system finansowy państwa. Polityka emisji i sprzedaży SPW powinna być, z tego powodu, bardzo rozważna, oparta na analizie dotychczasowych efektów i potencjalnych skutków oraz w miarę możliwości dalekosiężna.

Istotnym elementem przebudowy systemu gospodarczego w Polsce, rozpoczętego w 1989 r., były zmiany jakościowe w zakresie rynku pieniężnego i kapitałowego. Pomimo, że rynki te miały długą historię, 50 lat przerwy w okresie powojennym spowodowało konieczność ich budowy praktycznie od podstaw. Powstanie efektywnej infrastruktury rynku pieniężnego i kapitałowego wymagało dokonania reformy systemu finansowego państwa.

Emisja papierów skarbowych została wznowiona już w 1989 r. Konsekwencją wzrastającej sprzedaży SPW, konwersji niektórych zobowiązań budżetu państwa na obligacje skarbowe, wzrostu emisji tych obligacji jako formy dokapitalizowania niektórych instytucji oraz spłaty części zadłużenia zagranicznego poprzez zamianę na dług krajowy, jest bardzo szybkie narastanie wewnętrznego długu publicznego.

Krajowy dług publiczny w emitowanych SPW wzrósł z 0,74 mld zł w 1991 r. do 46,27 mld zł na koniec 1994 r. Dominującą pozycją w strukturze zadłużenia w SPW zajmują dwie pozycje: bony skarbowe (46,8% w 1994 r.) i obligacje tzw. „pasywne”²⁾ (43,8%). Udział w zadłużeniu

obligacji „aktywnych” (sprzedawanych na przetargach i w systemie sprzedaży ciągłej), rośnie bardzo powoli: od 2,9% na koniec 1992 r. do 9,5% na koniec 1994 r.

Krajowy dług publiczny zawarty w papierach skarbowych (poza obligacją konwersyjną i dolarową) wymaga ponoszenia wydatków na odsetki, zgodnych z aktualnymi stopami procentowymi obowiązującymi na krajowym rynku finansowym. Przy wysokim poziomie tych stóp, wraz ze wzrostem zadłużenia systematycznie narasta obciążenie budżetu kosztami obsługi (odsetki i dyskonto). W 1992 r. wyniosły one 5,5% wydatków budżetowych (2,12 mld zł), w 1994 r. 10,0% (6,92 mld zł), zaś na rok 1995 przewidziano w ustawie budżetowej na koszty obsługi długu krajowego 12,0% planowanych wydatków budżetowych (10,97 mld zł).

Struktura ponoszonych kosztów obsługi długu krajowego związana jest w oczywisty sposób ze strukturą zadłużenia. Największe wydatki w 1994 r. związane były z dyskontem płaconym przy wykupie bonów skarbowych sprzedawanych na przetargach (3,25 mld zł, 46,9% ogółu kosztów) i bonów skarbowych sprzedanych dla NBP (2,07 mld zł; 29,8%).

Biorąc powyższe pod uwagę, bardzo ważne jest sformułowanie, a następnie realizowanie, podstawowych zasad, jakimi należałoby się kierować w procesie efektywnego zarządzania wewnętrznym długiem publicznym.

2. CELE I ZASADY ZARZĄDZANIA WEWNĘTRZNYM DŁUGIEM PUBLICZNYM

Podstawą dla sformułowania celów i zasad zarządzania wewnętrznym długiem publicznym są doświadczenia zebrane w latach 1989-1995, aktualne kierunki polityki

gospodarczej oraz generalny postulat uniknięcia pułapki zadłużenia wewnętrznego.

Zasadnicze cele zarządzania wewnętrznym długiem publicznym oraz zasady ich realizacji powinny być formułowane niezależnie od sytuacji politycznej.

Postawowe cele zarządzania wewnętrznym długiem publicznym można sformułować w sposób następujący:

1. Pełna i stabilna obsługa długu publicznego w zakresie:
 - wykupu kapitału;
 - zapłaty należnego oprocentowania;
 - finansowania potrzeb kredytowych budżetu państwa (czyli bieżącego niedoboru budżetowego, spłat zobowiązań długoterminowych oraz ujemnego salda finansowania zagranicznego).
2. Zachowanie bezpieczeństwa finansowania poprzez wydłużanie horyzontu czasowego emitowanych obligacji skarbowych, przy zachowaniu racjonalnych kosztów obsługi.
3. Minimalizacja ponoszonych przeciętnych kosztów obsługi długu w długim okresie.
4. Uniknięcie pułapki zadłużenia poprzez utrzymanie pożądanej relacji długu publicznego do produktu krajowego brutto oraz udziału wydatków na obsługę długu w wydatkach budżetowych.
5. Rozwijanie rynku pieniężnego i kapitałowego; dostosowanie skarbowych papierów wartościowych do potrzeb inwestorów.

Zasadami służącymi realizacji wymienionych powyżej celów powinny być:

1. Wzrost efektywności finansowania rozumiany jako obniżka przeciętnego kosztu obsługi długu przy obecnej strukturze zadłużenia lub wydłużanie średniego okresu zapadalności długu przy danych kosztach jego obsługi.
2. Rozpoznanie potrzeb i preferencji inwestorów krajowych oraz inwestorów zagranicznych w odniesieniu do skali i struktury potencjalnego popytu.
3. Rozpoznanie potencjalnej i prognozowanej wielkości zobowiązań, dywersyfikacja struktury zobowiązań.

4. Zharmonizowanie rozkładu dochodów i wydatków budżetu z wykupem zobowiązań i sprzedażą nowych emisji skarbowych papierów wartościowych (ilości i terminów).

5. Wprowadzanie zmian w konstrukcji emitowanych papierów, w celu m.in. zwiększenia ich atrakcyjności dla potencjalnych nabywców oraz przygotowanie emisji nowych instrumentów.

6. Kształtowanie racjonalnych, z punktu widzenia realizowanej polityki emisyjnej skarbowych papierów wartościowych, zachowań, nawyków i przyzwyczajzeń, zarówno inwestorów instytucjonalnych jak i indywidualnych.

7. Wspieranie oraz inicjowanie działań przyczyniających się do rozwoju krajowego rynku kapitałowego i pieniężnego.

8. Aktywna promocja skarbowych papierów wartościowych.

Działania wszystkich podmiotów uczestniczących w zarządzaniu długiem publicznym powinny koncentrować się na przedstawionych celach, w oparciu o wymienione zasady.

3. EMISJE SKARBOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W POLSCE W LATACH 1989–1995

Do specyfiki wewnętrznego długu publicznego zawartego w wyemitowanych w Polsce po 1989 roku Skarbowych Papierach Wartościowych należy to, że można wyróżnić dwa rodzaje emisji:

- emisje „klasyczne”, polegające na pozyskiwaniu środków na finansowanie rocznego niedoboru budżetu państwa, spłaty zobowiązań długoterminowych i pokrycie ujemnego salda finansowania zagranicznego,
- emisje, będące formą regulacji istniejących zobowiązań budżetu państwa (emisja oznacza formalne przyjęcie istniejących już zobowiązań, np. emisja obligacji nominowanej w USD oraz obligacji konwersyjnej), bądź emisje, będące formą zaciągnięcia przez budżet państwa nowych zobowiązań

(np. emisja obligacji restrukturyzacyjnych oraz obligacji na wdrożenie umowy o redukcji części polskiego długu zagranicznego z bankami Klubu Londyńskiego).

Do pierwszego rodzaju emisji SPW (tzw. instrumentów „aktywnych”) można zaliczyć pożyczki zaciągnięte przez Skarb Państwa po 1989 r. w drodze emisji:

- obligacji 60% wewnętrznej pożyczki państwowej (emisja w 1989 r.),
- obligacji tzw. zamiennej na akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych (emisja w 1989 r.),
- bonów skarbowych (pierwszy przetarg – 6 maja 1991 r.),
- obligacji państwowej pożyczki jednorocznej (sprzedaż w drodze cotrymiesięcznych przetargów dla dużych inwestorów, poprzedzających publiczną sprzedaż ciągłą danej serii obligacji w sieci punktów obsługi klienta zorganizowanej przez agenta emisji: bank PEKAO SA; początek sprzedaży publicznej pierwszej serii – 1 czerwca 1992 r.),
- obligacji państwowej pożyczki trzyletniej (podobnie jak dla obligacji jednorocznej sprzedaż w drodze cotrymiesięcznych przetargów dla dużych inwestorów, poprzedzających publiczną sprzedaż ciągłą danej serii obligacji w sieci punktów obsługi klienta zorganizowanej przez agenta emisji: bank PEKAO SA; początek sprzedaży publicznej I serii – 3 sierpnia 1992 r.),
- obligacji indeksowanej rocznej pożyczki państwowej (kontynuacja emisji w/w obligacji jednorocznej o nieco zmienionej konstrukcji; sprzedaż poszczególnych serii również w drodze przetargów oraz w sprzedaży publicznej w sieci agenta emisji: banku PEKAO SA),
- obligacji państwowej pożyczki trzyletniej o zmiennej stopie procentowej (kontynuacja emisji w/w obligacji trzyletniej o nieco zmienionej konstrukcji; sprzedaż poszczególnych serii również w drodze przetargów oraz w sprzedaży publicznej w sieci agenta emisji: banku PEKAO SA),
- pięciu kolejnych emisji obligacji o stałym oprocentowaniu, o zapadalności dwu i pięciu lat (sprzedaż w drodze comiesięcznych przetargów dostępnych dla bezpośrednich uczestników Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych; pierwszy przetarg – 17 lutego 1994 r.).

Drugi rodzaj emisji SPW (tzw. instrumentów „pasywnych”) na rynku krajowym reprezentowany jest przez następujące instrumenty:

- obligację nominowaną w dolarach USA, przeznaczoną na spłatę zobowiązań budżetu państwa wobec czterech banków krajowych z tytułu wykorzystania lokat dewizowych tych banków na potrzeby bilansu płatniczego (emisja w dniu 1 stycznia 1991 r. o wartości nominalnej 5 453 mln USD),
- obligację konwersyjną przeznaczoną na pokrycie zadłużenia budżetu państwa w Narodowym Banku Polskim, powstałego w latach 1989-1991 (emisja w dniu 31 grudnia 1993 r. o wartości nominalnej 2 438,27 mln zł, tj. 24 382 700 mln starych zł),
- obligacje restrukturyzacyjne, przeznaczone na zwiększenie funduszy własnych i rezerw niektórych banków (łączna emisja czterech serii o wartości nominalnej 4 000 mln zł, tj. 40 bln starych zł: emisja serii A – 30 lipca 1993 r.),
- obligację na pozyskanie środków NBP przeznaczonych na operację wdrożenia umowy z bankami komercyjnymi zrzeszonymi w Klubie Londyńskim; środki zostały pozyskane przez Ministra Finansów na podstawie umów kredytowych w złotych z Narodowym Bankiem Polskim, na łączną kwotę stanowiącą złotową równowartość 1 237 mln USD. Emisją trzech kolejnych serii obligacji, o łącznej wartości nominalnej 3 055, 291 mln zł, tj. 30 552 910 mln starych zł, dokonano konwersji zadłużenia z tytułu umów kredytowych na zadłużenie budżetu państwa z tytułu emisji obligacji (emisje – 24 czerwca, 1 sierpnia i 6 grudnia 1994 r.).

Analizę efektywności finansowania poprzez emisję SPW można przeprowadzić jedynie w stosunku do instrumentów „aktywnych”, czyli takich których emisja wiąże się z dopływem do budżetu państwa środków służących finansowaniu jego potrzeb finansowych.

Zupełnie odmienna jest sytuacja w przypadku emisji tzw. instrumentów „pasywnych”, ponieważ nie występuje w ogóle pozyskiwanie środków na finansowanie potrzeb budżetowych; emisja oznacza jedynie odroczenie w czasie płatności związanych z wykupem kapitału i obciążenie budżetu i podatników kosztami odsetkowymi, których

nie widać w momencie emisji tego rodzaju instrumentu. Na tym etapie nie występują bowiem jakiegokolwiek „dolegliwości” związane z emisją.

4. OCENA EFEKTYWNOŚCI FINANSOWANIA PRZEZ SPRZEDAŻ SPW W 1994 R.

Przyrost zadłużenia z tytułu sprzedaży „aktywnych” SPW wyniósł w 1994 r. 9,07 mld zł. Udział poszczególnych instrumentów w przyroście zadłużenia w aktywnych SPW i kosztach obsługi tych papierów wynosił odpowiednio:

przy czym udział w kosztach wyraźnie przewyższał udział w przyroście zadłużenia. Przyczyna takiego stanu rzeczy jest oczywista: ze względu na krótki okres zapadalności bonów, pełne koszty ich obsługi ponoszone są w znacznym stopniu na bieżąco.

Przytoczone rozważania prowadzą do dwóch ogólnych konkluzji:

1. Rzeczywista efektywność finansowania za pomocą przyrostu zadłużenia w poszczególnych instrumentach musi być rozpatrywana w dłuższym horyzoncie niż jeden rok i powinna dotyczyć okresu zapadal-

	udział w przyroście zadłużenia	udział w kosztach obsługi długu
– bony skarbowe sprzedane na przetargach	34,3%,	53,5%
– bony skarbowe sprzedane w NBP	33,1%,	34,0%
– obligacja roczna	9,7%,	7,6%
– obligacja trzyletnia	12,9%,	4,7%
– obligacja dwuletnia	5,3%,	0,2%
– obligacja pięcioletnia	4,7%,	0,1%

Dysproporcje pomiędzy udziałem poszczególnych instrumentów w przyroście zadłużenia w „aktywnych” SPW i kosztach obsługi wynikały głównie z ich różnych okresów zapadalności. Koszty obligacji rocznych związane były z wypłacaniem odsetek od wykupywanych obligacji sprzedawanych w 1993 r. Ze względu na to, że sprzedaż obligacji rocznych w 1994 r. znacznie przewyższała sprzedaż tych obligacji w roku poprzednim, udział w przyroście zadłużenia był wyższy od udziału w kosztach. Podobna sytuacja występowała w przypadku obligacji trzyletnich, z tym że w 1994 r. były ponoszone koszty obsługi obligacji trzyletnich sprzedanych w latach 1992 – 1993, jak również w samym roku 1994.

Najkorzystniej kształtował się stosunek udziału w przyroście zadłużenia i kosztach obligacji dwu- i pięcioletnich. Wynikało to z faktu ponoszenia znacznej części kosztów obsługi dopiero w momencie wykupu tych obligacji (dyskonto), które to wykupy rozpoczynają się dopiero od 1996 r. (obligacje dwuletnie) i od 1999 r. (obligacje pięcioletnie).

Zdecydowanie największy udział zarówno w przyroście zadłużenia, jak i w kosztach miały bony skarbowe,

ności najdłuższej sprzedawanej obligacji aktywnej.

2. Krótki okres zapadalności długu w aktywnych SPW, generowany przez największy udział bonów w finansowaniu, wymusza częste odnawianie długu, a więc kryje w sobie niebezpieczeństwo zachwiania płynności, pewności oraz równomierności finansowania.

Największe znaczenie dla poziomu kosztów obsługi długu krajowego miała w 1994 r. (jak również w latach poprzednich) rentowność bonów skarbowych. Większa część kosztów z tego tytułu w 1994 r. pochodziła z dyskonta od bonów sprzedanych w 1993 r., tak więc poziom kosztów w 1995 r. jest w znacznej mierze zdeterminowany rentownością i poziomem sprzedaży bonów w 1994 r. Rok 1994 był pierwszym rokiem, w którym nie wystąpił problem zapewnienia wystarczającego finansowania. W rezultacie nadpłynności na rynku międzybankowym, popyt na bony skarbowe był generalnie wyższy od podaży. Pozwoliło to na znaczny spadek rentowności wszystkich rodzajów bonów.

Obiektywnie więc najważniejszym osiągnięciem, odnoszącym się do poziomu rentowności SPW, było

w 1994 r. radykalne obniżenie stóp procentowych sprzedawanych bonów, co pozwoliło na poważne zmniejszenie przeciętnego kosztu obsługi długu krajowego w 1994 i 1995 r. Należy pamiętać bowiem, że przy znaczącej kwocie długu zawartego w SPW (w których z kolei decydujące znaczenie mają bony skarbowe), zmiana ich przeciętnego oprocentowania o 1 pkt proc. powodowała zmianę w rocznych wydatkach budżetu w 1994 r. w wysokości około 380 mln zł.

Największy spadek rentowności bonów w 1994 r. dotyczył bonów najdłuższych i należy uznać to zjawisko za korzystne. W sytuacji trudności w ograniczeniu tempa inflacji w krótszym okresie i wyraźnych oczekiwań na taki spadek w dłuższej perspektywie (czyli w polskich warunkach – około roku) krzywa dochodowości bonów powinna być płaska bądź wręcz odwrócona. Nadzieje na spadek poziomu inflacji, a tym samym obniżkę rynkowych stóp procentowych, były w 1994 r. znaczne. W rezultacie nastąpiła różnica celów wśród nabywców bonów i emitenta, czyli MF. Inwestorzy chcieli nabywać bony najdłuższe, dla MF zaś nie była racjonalna nadmierna sprzedaż tych bonów, ze względu na stosunkowo duże koszty realne (różnica pomiędzy rentownością a prognozowaną inflacją). Szybki spadek rentowności wszystkich rodzajów bonów doprowadził do sytuacji, w której dochodowość sprzedawanych bonów kształtowała się poniżej dochodowości depozytów bankowych (stanowiących źródło finansowania inwestycji m.in. w bony o analogicznych okresach utrzymania).

Przedstawione zjawisko nie stwarza zagrożenia dla sektora bankowego w dłuższym okresie, gdyż oprocentowanie depozytów jest zmienne (szczególnie dla depozytów powyżej trzech miesięcy), a więc ulega obniżeniu wraz ze spadkiem stóp procentowych. Poza tym banki finansują się w dużej części „krótkim” pieniądzem (a’vista, ROR-y), znacznie tańszym od pozyskiwanego w formie depozytów terminowych.

Sytuacja na rynku pieniężnym w 1994 r. świadczy o tym, że proporcje pomiędzy poziomem rentowności bonów skarbowych a pozostałymi stopami procentowymi i inflacją, kształtowały się analogicznie jak w krajach o rozwiniętych rynkach finansowych. Krótkoterminowe bony skarbowe charakteryzowały się bowiem dochodowością na granicy inflacji oraz najniższą rentownością

wśród wszystkich instrumentów rynku pieniężnego (oprocentowanie innych instrumentów rynku pieniężnego, takich jak lokaty międzybankowe, bony komercyjne, komercyjne weksle inwestycyjno-terminowe, ustalane było zazwyczaj na podstawie rentowności bonów o analogicznym okresie wykupu jako baza plus pewna marża). Najniższa rentowność rekompensowana była innymi zaletami (brak ryzyka, wielkość i głębokość rynku pierwotnego, płynność, krótkie terminy wykupu pozwalające minimalizować ryzyko zmiany stóp procentowych, spełnianie innych funkcji: instrument operacji otwartego rynku, zabezpieczenie kredytu lombardowego, zastaw).

Należy jednak zauważyć, że w 1994 r. rentowność wykupowanych bonów długich (39. i 52. tygodniowych) przewyższała znacznie inflację. Wynikało to z faktu funkcjonowania jeszcze na początku 1994 r. bonów „długich”, jako instrumentów o znacznym ryzyku stopy procentowej. Zmniejszanie realnego zysku zależeć będzie od spełnienia się prognozy inflacji i kształtowania się relacji pomiędzy popytem i podażą na rynku pieniężnym.

Efektywność finansowania za pomocą bonów 52. tygodniowych może być porównana bezpośrednio z efektywnością finansowania poprzez sprzedaż obligacji rocznych. Z punktu widzenia emitenta (Ministerstwa Finansów) bardziej opłacalna była sprzedaż w 1993 r. i wykup w 1994 r. bonów 52. tygodniowych niż obligacji rocznych, szczególnie, jeśli uwzględni się dodatkowe koszty i utrudnienia w pozyskiwaniu środków poprzez sprzedaż obligacji (koszty utrzymywania sieci sprzedaży, czas potrzebny na przesłanie środków przez agenta emisji, trudny do dokładnego oszacowania termin i poziom pozyskiwanych środków, większy nakład pracy przy obsłudze obligacji).

Za utrzymaniem, a nawet zwiększeniem emisji obligacji jednorocznych, pomimo mniejszej efektywności finansowania za pomocą sprzedaży obligacji niż bonów w 1994 r. (a de facto w 1993 r.), przemawiają trzy podstawowe argumenty:

1. Obligacja roczna jest obecnie jedynym instrumentem skarbowym nabywanym w znaczącej części przez osoby fizyczne. Zdobycie zaufania tej grupy nabywców, po negatywnych doświadczeniach okresu powojennego, było trudne i kosztowne. Istnienie,

niezależnej od woli Departamentu Długu Publicznego MF, ulgi podatkowej oraz świadomość, że obligacja roczna jest pozbawionym ryzyka instrumentem o atrakcyjnym oprocentowaniu (najwyższa dochodowość w 1994 r. wśród wszystkich instrumentów finansowych dostępnych osobom fizycznym na polskim rynku potwierdzana przez odpowiednie zestawienia publikowane w prasie), pozwoli zredukować marżę pomiędzy dochodowością a inflacją, a tym samym obniżyć koszty obsługi tej obligacji. Ostatnia seria obligacji rocznych, sprzedana w całości długo przed terminem, miała cenę emisyjną na poziomie redukującym marżę z 5 pkt do 0 pkt proc.

2. Obligacja jednoroczna, przy założeniu zmniejszenia marży, dywersyfikuje krótkoterminowe (roczne) ryzyko zmiany stóp procentowych, poprzez następujący mechanizm:

- stopy procentowe i inflacja rosną – obligacje „dużo kosztują”, ale bony (posiadające stałe stopy procentowe) – relatywnie „mało”;
- stopy procentowe i inflacja spada – obligacje „mało kosztują”, ale bony – relatywnie „dużo”.

Tak więc relatywny wzrost kosztów obsługi jednego instrumentu rekompensowany będzie relatywną obniżką kosztów obsługi drugiego instrumentu, w przypadku znaczących zmian poziomu inflacji i stóp procentowych.

3. Rentowność bonów 52. tygodniowych sprzedawanych w końcu grudnia 1994 r. wynosiła ponad 26%. Oznacza to, że banki próbują, z jednej strony, jak najwięcej realnie zarobić, z drugiej strony, nie uważają prognozy inflacji w 1995 r. na poziomie 17% za realistyczną (zadowolający ich zysk wyniósłby przy takiej inflacji najwyżej 22%, a więc tyle, ile wynosiłaby dochodowość obligacji rocznych nawet przy obecnej marży). Próba zwiększenia w takiej sytuacji sprzedaży bonów 52. tygodniowych kosztem obligacji rocznych, rodzić będzie przekonanie wśród bankowców o tym, że samo Ministerstwo nie wierzy we własną prognozę inflacji.

Ze względu na to, że obligacja roczna ma okres zapadalności taki sam jak bony 52. tygodniowe (typowy instrument rynku pieniężnego), postulat wydłużania horyzontu

zapadalności długu w aktywnych instrumentach skarbowych odnosi się do emisji obligacji o dłuższym terminie wykupu. W przypadku obligacji trzyletnich porównanie efektywności finansowania przez sprzedaż tej obligacji jest stosunkowo proste. Konstrukcja obligacji trzyletniej oparta była w 1994 r. o rentowność bonów 13. tygodniowych powiększoną o marżę 10%, a w przypadku trzech serii dodatkowo o dyskonto wynikające z mniejszej ceny emisyjnej (98 zł za nominal 100 zł). Oznaczało to, że Ministerstwo godzi się na większe koszty obsługi tej obligacji, niż wynikałoby to z utrzymywania i przyrostu długu w bonach 13. tygodniowych w zamian za dysponowanie kapitałem przez trzy lata.

Z punktu widzenia banków dysponujących możliwością średnioterminowego inwestowania, każda marża będzie atrakcyjna, jeżeli odnosić one będą inwestycje w obligacje trzyletnie bezpośrednio do inwestycji w 13. tygodniowe bony skarbowe. Na poziom akceptowanej przez banki marży wpływać będzie również poziom płynności obligacji na rynku wtórnym.

Nabywcy indywidualni nie mogą w zasadzie odnosić inwestycji w obligacje trzyletnie do inwestycji w bony 13. tygodniowe. Z tego też powodu oceniają oni te obligacje z innego punktu widzenia. Przede wszystkim nie są oni przyzwyczajeni do długoterminowego oszczędzania i nie wykazują zbytniego zaufania zarówno do długości lokaty jak i sposobu oprocentowania (opartego nie o parametr zewnętrzny, a o instrument, na rentowność którego ma wpływ samo Ministerstwo). W rezultacie osoby fizyczne nabyły w 1994 r. tylko kilka procent całej puli sprzedanych obligacji trzyletnich (kilkuprocentowy udział w zakupach obligacji miały również instytucje pozabankowe).

Wzrost zainteresowania obligacjami trzyletnimi wśród inwestorów pozabankowych wymaga więc wzrostu zaufania do całego systemu SPW i nabrania przekonania wśród tych inwestorów o atrakcyjnych zyskach. W połączeniu z popytem na te obligacje zgłaszanym ze strony sektora finansowego pozwoli to na sukcesywne zmniejszanie marży dokonywane przez wzrost ceny emisyjnej. Możliwości wzrostu cen, nie powodujących spadku sprzedaży w sektorze bankowym, są znaczne, gdyż cena redukująca marżę do zera wynosi 110 zł za nominal 100 zł (przy cenie 110 zł obligacja miałaby oprocentowanie rów-

ne tylko rentowności bonów 13. tygodniowych ; ostatnią sprzedaną w całości przed zaplanowanym terminem serię oferowano w sprzedaży publicznej po cenie emisyjnej 101% wartości nominalnej).

Podstawowy dylemat związany z zagadnieniem wydłużania zapadalności długu dotyczy ceny, jaką budżet państwa może zapłacić za zwiększenie bezpieczeństwa swego finansowania przy jednoczesnym zwiększeniu ryzyka zmiany stóp procentowych (dla obligacji o stałym oprocentowaniu).

Wprowadzenie do sprzedaży w 1994 r. obligacji dwu- i pięcioletnich o stałym oprocentowaniu było znaczącym krokiem w kierunku normalizacji finansowania średnioterminowych potrzeb budżetu. Największą zaletą tego typu obligacji, poza wydłużaniem horyzontu zapadalności długu, jest posiadanie wiedzy przez emitenta i nabywcę o przyszłych kosztach i zyskach, związanych ze sprzedażą i zakupem obligacji. Największą zaś wadą obligacji o stałym oprocentowaniu jest ryzyko stopy procentowej.

Emisja pierwszych instrumentów o stałej stopie procentowej i długim (jak na polskie warunki) okresie wykupu zakończyła się w 1994 r. sukcesem. Popyt znacznie przewyższał podaż i w związku z tym nie było kłopotów ze sprzedażą całych trzech emisji obligacji. Jednocześnie ryzyko nabywania średnioterminowych instrumentów o stałej stopie procentowej w warunkach sporej jeszcze niepewności co do przebiegu inflacji, było w ocenie inwestorów znaczne i na pewno zostało uwzględnione w poziomie rentowności.

Konsekwentna polityka Ministerstwa Finansów w zakresie regulowania poziomu sprzedaży obligacji dwu- i pięcioletnich oraz płynność sektora finansowego (spowodowana między innymi relatywnie małą podażą innych instrumentów skarbowych, szczególnie bonów) pozwoliła sprowadzić na koniec 1994 r. dochodowość obligacji dwuletnich do racjonalnego poziomu (24,4% liczoną wewnętrzną stopą zwrotu). Na pierwszym przetargu w dniu 17 lutego 1994 r. dochodowość obligacji dwuletnich wynosiła 33,1%.

Dochodowość obligacji pięcioletnich wydaje się nadal bardzo wysoka (w stosunku do prognozowanej spadkowej ścieżki inflacji), pomimo, że kształtuje się ona poniżej

rentowności bonów skarbowych. Jednocześnie również w przypadku tej obligacji dokonano znacznej redukcji dochodowości z 30,6% w lutym 1994 r. do 25,4% w grudniu 1994 r. Wewnętrzna stopa zwrotu dla obligacji pięcioletniej sprzedawanej w grudniu 1994 r. (25,4%) odpowiada kwocie odsetek i dyskonta odniesionych do aktualnej wartości pieniądza. Jakie będą realne koszty obsługi tych obligacji okaże się dopiero przy ich wykupie.

5. PODSTAWOWE ZAŁOŻENIA EMISJI I SPRZEDAŻY SPW W 1995 R.

Podsumowując powyższą analizę efektywności finansowania długu publicznego w 1994 r. przez sprzedaż SPW można sformułować następujące wnioski odnoszące się do polityki sprzedaży i emisji SPW w 1995 r.:

1. Celowe jest utrzymanie dotychczasowej aktywnej polityki emisji bonów skarbowych ze względu na konieczność utrzymania realnej rentowności bonów na obecnym poziomie. Uwaga ta odnosi się szczególnie do sprzedaży bonów „krótkich”. Rentowność bonów „długich” powinna odzwierciedlać bieżące sygnały o malejącej inflacji. W związku z tym pojawić się może konieczność ograniczania podaży bonów „długich” na rzecz bonów „krótkich”, a co tym za idzie spadku średniego okresu wykupu wszystkich bonów. Realizacji tak zarysowanej polityki powinna sprzyjać prognozowana duża płynność sektora bankowego w 1995 r. (zapisana między innymi w założeniach polityki pieniężnej NBP na 1995 r.), a więc możliwość częstego odnawiania długu w bonach bez ryzyka zachwiania płynności finansowania.
2. Nie należy uznać za celowe dążenie za wszelką cenę do zmniejszenia udziału bonów skarbowych w finansowaniu, ze względu na konieczność minimalizacji kosztów obsługi długu i kształtowania racjonalnych zachowań inwestorów. Można oczekiwać, że w związku z dematerializacją bonów skarbowych, która będzie przeprowadzona w pierwszej połowie 1995 r., zwiększy się ich płynność, a zatem atrakcyjność dla inwestorów. Pozwoli to na dalsze obniżanie ich rentowności.

3. Emisja obligacji rocznych i trzyletnich, a także obligacji dwu- i pięcioletnich o stałym oprocentowaniu, powinna znacząco wzrosnąć, co nie oznacza analogicznego wzrostu sprzedaży. Marża obligacji rocznych powinna zostać obniżona, zaś marża obligacji trzyletnich może być zredukowana za pomocą wzrostu ceny emisyjnej.
4. Racjonalny (w sensie kosztów obsługi) wzrost sprzedaży obligacji dwu- i pięcioletniej powinien być równoważony, pod względem dywersyfikacji ryzyka stóp procentowych, nową obligacją o zmiennym oprocentowaniu. Obligacja ta, o 10-letnim okresie zapadalności, realizowałaby jednocześnie postulat wydłużania horyzontu zapadalności długu w aktywnych SPW przy zachowaniu racjonalnych kosztów obsługi.
5. Konieczne są prace mające na celu skonstruowanie nowych instrumentów, mogących zwiększyć efektywność finansowania, jak również rozszerzyć wachlarz dotychczas emitowanych instrumentów.
6. Emisja bonów skarbowych powinna stanowić uzupełnienie możliwego i racjonalnego finansowania za pomocą sprzedaży obligacji. Sama polityka emisji bonów wymaga jedynie nakreślenia ogólnych ram, gdyż jej zasadnicza część odbywa się na bieżąco, uwzględniając aktualnie wydarzenia zarówno w obrębie budżetu państwa, jak i na rynku pieniężnym. Najważniejszą zmianą dla rynku bonów skarbowych będzie wprowadzenie nowego zarządzenia emisyjnego, przewidziane na I połowę 1995 roku.

Najistotniejszymi nowymi elementami w tym zarządzeniu są:

- zdematerializowana forma bonów skarbowych – przechowywane one będą w Centralnym Rejestrze Bonów Skarbowych prowadzonym przez NBP w formie zapisów księgowych; wprowadzenie tej znacznie wygodniejszej formy znosi bariery techniczno-organizacyjne dla efektywnego rozwoju rynku wtórnego bonów;
- ograniczenie kręgu bezpośrednich uczestników przetargów na bony skarbowe;
- wprowadzenie możliwości przetargów dla odkupu bonów przed terminem zapadalności, co pozwala na

większą elastyczność w zarządzaniu wewnętrznym długiem publicznym.

6. WNIOSKI KOŃCOWE

Podsumowując, należy zaakcentować fakt rosnącego popytu na skarbowe papiery wartościowe, szczególnie w ostatnim okresie półrocznym, tzn. w IV kwartale 1994 r. i w I kwartale 1995 r.:

- ostatnie emisje obligacji rocznych i trzyletnich, rozprowadzanych głównie w systemie sprzedaży ciągłej, zostały sprzedane przed terminem,
- cztery pierwsze transze obligacji dwu- i pięcioletnich o stałej stopie procentowej, oferowane na przetargach, zostały również sprzedane w całości,
- popyt na bony skarbowe, sprzedawane na cotygodniowych przetargach, przekraczał podaż praktycznie w ciągu całego 1994 r.

Wraz z postępującą stabilizacją systemu finansowego w Polsce ulega zmianie struktura finansowania niedoboru budżetowego. Stopniowo ograniczana jest rola krótkoterminowych papierów skarbowych, jakimi są bony skarbowe na rzecz obligacji o średnim terminie wykupu. Struktura udziału tych instrumentów w 1994 r. przedstawiała się następująco:

- bony skarbowe: 67,4% (w 1993 r. – 88,3%; w 1992 r. – 93,7%),
- obligacje skarbowe: 32,6% (w 1993 r. – 11,7%; w 1992 r. – 6,3%).

W najbliższych latach przewidujemy dalsze przesuwanie się ciężaru finansowania w kierunku obligacji o dłuższym terminie wykupu, choć należy zaznaczyć, że podstawowym instrumentem pozyskiwania środków pozostaną jeszcze przez pewien czas bony.

Wraz ze zmianą struktury sprzedawanych instrumentów wystąpiły wyraźne przesunięcia w strukturze nabywców. W 1992 r. ciężar finansowania opierał się na sektorze bankowym i banku centralnym. W 1994 r. struktura finansowania: deficytu budżetowego, ujemnego salda finansowania zagranicznego oraz spłaty zobowiązań długoterminowych wyglądała następująco:

- udział banku centralnego: 12,7% (w 1993 r. – 38%; w 1992 r. – 45,7%),

-
- udział pozostałych banków: 63,8% (w 1993 r. – 49%; w 1992 r. – 47,6%),
 - udział sektora pozabankowego: 23,4% (w 1993 r. – 13%; w 1992 r. – 6,7%).

Przedstawiona struktura obejmuje nabywców papierów na rynku pierwotnym. Uwzględniając operacje otwartego rynku i transakcje na rynku wtórnym, udział banku centralnego będzie niższy, zaś udział sektora bankowego poza NBP wzrasta o kilka punktów procentowych.

W ostatnim roku obserwujemy znaczący wzrost zainteresowania skarbowymi papierami wartościowymi zgłaszany przez inwestorów zagranicznych. Obecnie na polskim rynku są już największe światowe banki i instytucje inwestycyjne. W celu zwiększenia aktywności inwestorów zagranicznych wprowadzono zmiany w ogólnym zezwoleniu dewizowym. Zezwolenie to umożliwia swobodny transfer kapitałów i zysków uzyskiwanych ze sprzedaży papierów wartościowych, przy zachowaniu ogólnych wymogów, co do pochodzenia i wymiany inwestowanych kapitałów. W chwili obecnej wszystkie emitowane „aktywne” skarbowe papiery wartościowe są dostępne dla inwestorów zagranicznych na takich samych zasadach jak dla inwestorów krajowych.

Udział inwestorów zagranicznych w finansowaniu potrzeb budżetowych z tytułu bezpośrednich zakupów SPW na rynku pierwotnym jest jednak w dalszym ciągu nieznaczny i wyniósł 2,4% na koniec 1994 r. (należy jednakże zaznaczyć, iż znaczna część zakupów SPW dokonywana jest przez pośredników, np. oddziały banków zagranicznych działających w Polsce jak banki krajowe, po uzyskaniu licencji w NBP, i w związku z tym, ta część inwestycji traktowana jest przez emitenta jako sektor bankowy).

¹⁾ Prezentowane opracowanie Piotra Dziewulskiego zostało przygotowane na międzynarodową konferencję: „Szczyt Inwestycyjny Wschód-Zachód”, która odbyła się w Warszawie w dniach 1-2 kwietnia 1995 r. Referat publikujemy za zgodą Autora i organizatorów konferencji, Ministerstwa Finansów i Foundation for Research in International Banking and Finance. Panu Piotrowi Dziewulskiemu i obu wymienionym instytucjom dziękujemy za udostępnienie tekstu.

²⁾ termin **obligacje pasywne** oznacza obligacje będące formą regulacji istniejących już zobowiązań budżetu państwa (np. obligacja nominowana w USD, obligacja konwersyjna) lub przeznaczonych na określone cele – nie związane z finansowaniem deficytu (np. obligacje restrukturyzacyjne, obligacja dla NBP na wdrożenie umowy z Klubem Londyńskim); szersze omówienie tego tematu zawarto w pkt. 3 niniejszego opracowania.